

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PAR

Miroslav KRÍŽ

Président : M. AFTALION, Professeur

Suffragants { MM. Roger PICARD, } *Professeurs*
 { NOYELLE. } }

LIBRAIRIE
DU
RECUEIL SIREY
(SOCIÉTÉ ANONYME)
22, Rue Soufflot, PARIS (V^e)

1938



Digitized by the Internet Archive
in 2026

**LES OPÉRATIONS
DES BANQUES D'ÉMISSION
SUR LE MARCHÉ LIBRE**

(OPEN MARKET POLICY)

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

LES OPÉRATIONS DES BANQUES D'ÉMISSION SUR LE MARCHÉ LIBRE

(OPEN MARKET POLICY)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 8 mars 1938, à 14 heures

PAR

Miroslav KŘÍŽ

Président : M. AFTALION, Professeur

Suffragants } MM. Roger PICARD, } *Professeurs*
 } NOYELLE. }

LIBRAIRIE

DU

RECUEIL SIREY

(SOCIÉTÉ ANONYME)

22, Rue Soufflot, PARIS (V°)

1938



INTRODUCTION

Les opérations sur le marché libre (*Open Market Operations*) — achats et ventes de titres, en particulier de fonds d'Etat, par les banques d'émission — ont accusé un développement remarquable au cours de ces dernières années. La politique du marché libre, pratiquée jusqu'en 1929 surtout en Angleterre et aux Etats-Unis, a été depuis introduite dans de nombreux pays; d'un moyen auxiliaire de la politique de l'escompte, elle est devenue dans les principaux pays une méthode autonome de politique monétaire; bien des banquiers, hommes d'Etat et économistes, de même que des commissions nationales et internationales, chargées d'étudier les questions monétaires, en recommandent l'emploi.

La politique du marché libre qui, avant la guerre, était pratiquée sous une forme rudimentaire en Angleterre, puis au cours de la période d'après-guerre en Angleterre et aux Etats-Unis, a été introduite depuis 1931 dans beaucoup de pays. A la fin de 1937, les banques d'émission autorisées à acheter et à vendre des titres ou à procéder aux opérations analogues étaient celles d'Angleterre, de Suède, de Norvège, du Danemark, des Pays-Bas, de Belgique, d'Allemagne, de Pologne, de Yougoslavie, des Etats-Unis, du Canada, d'Argentine, d'Australie, de Nouvelle-Zélande et du Japon. En France, un Fonds de soutien des rentes, doté du bénéfice tiré de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque de France, a été constitué en juillet 1937. En Suisse, deux propositions

officielles ont été faites récemment pour introduire la politique du marché libre.

La politique du marché libre qui n'était jadis qu'un moyen auxiliaire de la politique de l'escompte, est devenue une méthode autonome de politique monétaire. A l'origine, les achats et les ventes de titres visaient surtout à rendre plus efficaces les modifications du taux officiel de l'escompte. Par contre, depuis la grande guerre et surtout au cours de la crise économique mondiale, la politique du marché libre s'est transformée, devenant d'un instrument utilisé exceptionnellement, un procédé régulier d'administration de la monnaie et du crédit. Les buts de ces opérations étaient d'une part de compenser les mouvements d'or afin de sauvegarder intacte la base interne du crédit, d'autre part d'effectuer une expansion monétaire.

Bien des économistes, banquiers et hommes d'Etat ont préconisé tout récemment la politique du marché libre. C'est ainsi que M. Hawtrey, haut fonctionnaire de la Trésorerie britannique, a déclaré dans la préface de son livre *Trade Depression and the Way Out*, publié en septembre 1931 trois jours avant l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne (puis réimprimé en 1933) : « Je plaide, comme j'ai plaidé il y a deux ans, pour une expansion du crédit que les banques d'émission effectueraient par l'achat de titres sur le marché libre »¹.

1. *Trade Depression and the Way Out*, p. V. Quelques lignes plus bas, l'auteur repousse l'objection que ce remède est incomplet parce que le diagnostic sur lequel il se base repose sur une théorie monétaire de la crise : « Les partisans de la théorie monétaire de la dépression du commerce sont souvent accusés de recommander une panacée qui est trop simple pour une situation compliquée par des maux économiques nombreux et variés. C'est cependant un malentendu. La théorie monétaire offre une explication d'une catégorie importante de désordres économiques et elle indique des remèdes appropriés. Elle ne prétend pas qu'une société délivrée, d'une façon parfaite, de fluctuations monétaires ne serait guère sujette aux désordres économiques ».

Le Professeur Keynes, de Cambridge, estime que les opérations des banques d'émission sur le marché libre forment un instrument de politique monétaire dont l'importance n'est pas suffisamment reconnue. « Peut-être une offre complexe de la banque centrale d'acheter ou de vendre, aux cours annoncés d'avance, des titres de toutes les échéances, au lieu de fixer un seul taux d'escompte, est-elle le perfectionnement pratique le plus important que l'on puisse apporter à l'administration de la monnaie »¹. En France, M. Joseph Caillaux, président de la Commission des finances du Sénat, a déclaré dans la Haute Assemblée, lors des débats sur la réforme de la Banque de France en juillet 1936 : « Je reproche aux conseils de régence passés de n'avoir pas envisagé les rénovations indispensables. Il y a, de l'aveu de tout le monde, des transformations devenues indispensables dans notre système d'agencement de l'institut d'émission. Prenez l'*open market policy*, système pratiqué par la Banque d'Angleterre. Cette politique du marché ouvert, c'est la possibilité pour la banque centrale d'acheter des valeurs d'Etat, de les comprendre dans son actif, d'émettre des billets pour cette opération et d'injecter ainsi du crédit dans l'économie du pays. Quand la banque juge que cet élargissement du crédit devient dangereux, elle revend les titres qu'elle détient de ce fait dans son portefeuille et ainsi elle resserre les disponibilités monétaires »².

L'intérêt que présente la politique du marché libre a été confirmé au début de la crise économique mondiale par deux commissions d'économistes, la Délégation de l'Or du Comité financier de la Société des Nations et le

1. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 206.

2. Discours au Sénat, le 24 juillet 1936, d'après l'*Information*, 25 juillet 1936.

Comité Macmillan, et en juin 1933 par la Délégation britannique à la Conférence de Londres.

La Délégation de l'Or que le Comité financier a constituée, avec l'approbation du Conseil de la Société des Nations, pour examiner les causes des fluctuations du pouvoir d'achat de l'or, ainsi que leurs effets sur la vie économique des nations, a estimé, dans son rapport publié en juin 1932, que les opérations sur le marché libre pouvaient considérablement aider les banques centrales lorsque, pour une raison quelconque, certaines difficultés empêchaient le taux d'escompte officiel d'exercer ses effets. « A notre avis, ces interventions complètent le recours au taux d'escompte, sans pouvoir s'y substituer. On devrait les employer pour accélérer les effets semi-automatiques des mouvements de l'or plutôt que pour les amortir. Bien que nous attachions une importance considérable à ce dernier point, nous n'ignorons pas que, dans certaines circonstances spéciales, il puisse être expédient de se servir de ces opérations comme d'un correctif »¹.

A la même époque où la Délégation de l'Or étudiait à Genève le problème du pouvoir d'achat de l'or, un comité extraparlémentaire britannique, nommé en novembre 1929 et composé d'économistes et d'hommes d'affaires, élaborait un rapport sur les questions financières et industrielles en Angleterre. Ce comité, appelé d'après son président Comité Macmillan, a exposé, dans un rapport publié en juin 1931, les mesures qu'il fallait prendre si la livre sterling devait conserver la valeur-or fixée lors de la stabilisation légale de 1925. Toutefois, bien que les recom-

1. Société des Nations, *Rapport de la Délégation de l'Or du Comité financier*, p. 54.

mandations du Comité aient eu le caractère de mesures extraordinaires proposées en vue de sauvegarder la parité-or de la livre, la plupart de ses conclusions conservent une valeur durable. Le Comité, après avoir esquissé les principes généraux de la politique monétaire, a émis le vœu que toutes les banques d'émission fussent autorisées à se livrer aux opérations sur le marché libre. « La banque centrale devrait avoir quatre droits : le droit d'émettre des billets, le droit de détenir les réserves des banques commerciales, le droit d'acheter et de vendre des titres et le droit d'escompter des effets »¹. L'autorisation de pratiquer la politique du marché libre devrait donc être un des droits fondamentaux des banques d'émission. Le Comité Macmillan estimait d'ailleurs que l'emploi habituel des opérations par la Banque d'Angleterre a été sagement conçu et devrait être développé encore².

A la Conférence économique de Londres en juin 1933, le premier délégué britannique M. Neville Chamberlain a déclaré, en formulant les principes généraux d'un programme monétaire : « La condition monétaire fondamentale d'un relèvement des prix est d'augmenter le volume du crédit par une politique d'argent à bon marché qu'il faudrait employer de manière productive. C'est là, avec un renouveau de la confiance, la base indispensable de la reprise des affaires. Le contrôle de la politique monétaire est pour une grande partie aux mains des banques centrales qui, surtout celles des grands centres financiers les plus importants, doivent prendre les premières mesures pratiques pour appliquer la politique proposée ... Il faut

1. *Report of the Committee of Finance and Industry*, p. 16.

2. *Ibid.*, p. 153.

donc que la politique d'argent abondant et à bon marché soit clairement annoncée et poursuivie avec vigueur. En particulier, une large extension des opérations sur le marché libre par les banques centrales devrait, à notre avis, être développée »¹.

La politique du marché libre consiste en achats et en ventes de fonds d'Etat et d'autres titres et effets de première catégorie par les banques d'émission sur le marché libre. Dans certains pays, des opérations essentiellement analogues ont été effectuées par des institutions autres que la banque centrale, par exemple par le Fonds d'égaleisation des changes britannique, le Trésor public aux Etats-Unis (« compte inactif »), etc. La technique de ces opérations accuse des traits différents d'après l'organisation monétaire et financière et d'après la place que la banque d'émission occupe dans le système bancaire. Nous traiterons donc, dans la première partie de cet ouvrage, de l'origine et de l'évolution de la politique du marché libre dans chacun des pays dont la banque d'émission achète et vend les titres pour des fins monétaires. Dans une seconde partie, nous examinerons les principaux aspects de la politique du marché libre.

1. Cf. G. Cassel, *The Downfall of the Gold Standard*, p. 143.

PREMIÈRE PARTIE

**ORIGINE ET ÉVOLUTION
DE LA
POLITIQUE DU MARCHÉ LIBRE**

CHAPITRE PREMIER

LA POLITIQUE DU MARCHÉ LIBRE EN ANGLETERRE

Les opérations de la banque d'émission sur le marché libre sont d'origine anglaise. Pratiquées depuis longtemps sous des formes rudimentaires, les opérations de la Banque d'Angleterre sur le marché libre se sont développées et sont devenues un procédé complexe de politique monétaire au cours de la période d'après-guerre, en particulier depuis l'abandon de l'étalon-or en septembre 1931.

1. L'origine et l'évolution de la politique du marché libre en Angleterre

Dans l'histoire de la politique du marché libre en Grande-Bretagne, on peut distinguer deux périodes principales au cours desquelles le but, les moyens et l'ampleur des achats et des ventes de titres par la Banque d'Angleterre ont subi des modifications profondes : avant la grande guerre, la banque ne se servait de ces opérations que d'une façon fortuite comme d'un instrument auxiliaire de la politique de l'escompte pour rendre ainsi plus efficaces les modifications de son taux officiel ;

après la guerre, la banque pratiqua la politique du marché libre comme un instrument autonome de politique monétaire, en vue notamment d'exercer une influence sur le volume du crédit.

Avant 1914, la Banque d'Angleterre achetait donc et vendait des titres pour assurer l'efficacité du taux d'escompte. Le taux officiel de la banque, c'est-à-dire le taux minimum qu'elle applique au réescompte des effets, est en Angleterre, comme on le sait, plus élevé que le taux courant du marché. Cette différence entre le taux d'escompte de la banque et le taux courant du marché était avant la guerre très considérable, en moyenne $1-1\frac{1}{2}\%$. Les fluctuations du taux d'escompte de la banque étaient alors fréquentes¹. Dans ces conditions, il fallait, pour en rendre efficace une modification, que le marché monétaire réagit immédiatement par une hausse des taux d'intérêt à chaque élévation du taux officiel de l'escompte. Or il n'en a guère été ainsi, et en fait, les affaires du marché de Londres se poursuivaient souvent sans aucun rapport avec le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre qui était « une formule vide de sens »².

En effet, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre n'était pas facteur dominant dans le prix du crédit. Les banques commerciales qui consentaient plus de prêts qu'elles n'avaient reçu de dépôts, créaient ainsi une telle quantité de monnaie scripturale que le taux auquel elles

1. Cf. J. Stehelin, *La politique de l'escompte de la Banque d'Angleterre*, p. 67 : De 1875 à 1900, le taux officiel de l'escompte a été modifié 167 fois, tandis que l'on ne compte que 25 changements dans le taux de la Banque de France. De 1906 à 1914, le taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre a été modifié 68 fois. La Banque d'Angleterre est la seule où les fluctuations du taux d'escompte aient constitué dans la même année des différences de 5 à 6 pour cent.

2. Hartley Withers, *Qu'est-ce que la monnaie*, p. 197.

étaient disposées à donner aux emprunteurs le droit de tirer les chèques, devenait par suite plus important que le taux d'escompte de l'institut d'émission ¹. Les banques fabriquaient ainsi du crédit en une telle quantité que la Banque d'Angleterre était parfois obligée d'absorber une partie de leur production et de recourir à des mesures spéciales « pour rendre son taux effectif » ². Ces mesures spéciales consistaient en opérations sur le marché libre sous plusieurs formes.

Les procédés les plus usités dont la Banque d'Angleterre se servait alors pour intervenir sur le marché libre consistaient à négocier des titres, à vendre des titres et à en acheter simultanément la même quantité à terme et à emprunter sur le marché.

Les négociations directes de titres par la Banque d'Angleterre sur le marché libre sont mentionnées déjà dans les comptes rendus du *Select Committee* de 1832. D'après la déposition du gouverneur de la banque John Horsley Palmer, celle-ci s'efforçait de garder son portefeuille, composé de fonds d'Etat, en particulier de bons du Trésor, et de lettres de change, à un niveau stable pour limiter ainsi les fluctuations du montant des billets en circulation aux changements survenus dans son encaisseur. A cet effet, elle achetait des titres d'Etat toutes les fois que son portefeuille commercial diminuait, et elle vendait des fonds d'Etat ou bien elle ne les renouvelait pas après leur échéance quand l'escompte des effets

1. Avant la guerre, le volume total des instruments monétaires en Angleterre se composait de 150 millions de livres de monnaie émise par la Banque d'Angleterre (28 millions de billets de banque, 122 millions de pièces d'or) et de 800 millions de livres de monnaie scripturale, c'est-à-dire de dépôts à vue, susceptibles d'être transférés par chèque d'un compte à l'autre ; ces dépôts étaient créés par les banques en Angleterre et au Pays de Galles suivant un procédé connu et maintes fois décrit.

2. Hartley Withers, *op. cit.*, p. 198.

commerciaux allait en s'accroissant¹. De même 25 ans plus tard, en 1857, l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre Thomas Matthias Weguelin a expliqué au président du *Select Committee on Bank Acts* William Gladstone, chancelier de l'Echiquier, que « les ventes de fonds d'Etat par la banque ne sont en réalité que des transferts du capital de la banque d'une sorte de titres dans une autre car la monnaie que la banque retire en vendant des titres est reprise immédiatement par le marché de l'escompte »². Depuis le compte rendu du *Select Committee* de 1857 jusqu'au rapport du comité Macmillan en 1931, il n'existe pas d'autre source officielle d'information sur l'organisation et la politique de la Banque d'Angleterre que l'*Interview with the Governor and Deputy Governor of the Bank of England*, publié en 1910 au cours des travaux préparatoires sur la constitution du Système de réserve fédérale aux Etats-Unis³. Dans ce document, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, répondant à une question qui lui avait été posée, affirmait que la banque ne vendait des titres d'Etat qu'« à de rares occasions ». D'après le *Statist*, la banque vendit des titres en août 1893 et en été et en novembre 1899 pour assurer ainsi l'efficacité du taux officiel de l'escompte. Par contre, les ventes effectuées au cours des années 1900 et 1901 ne sont pas tout à fait certaines. En juin 1907, la banque acheta des titres « sur une échelle assez vaste pour être remarquée ». Toutefois, il est douteux que la banque ait acheté des titres pour exercer une influence sur le marché monétaire. Il est plus proba-

1. T. E. Gregory, *Select Statutes, Documents and Reports relating to British Banking, 1832-1928*, vol. I, p. 4.

2. *Ibid.*, vol. II, p. 50.

3. U.S.A. *National Monetary Commission*, 1910.

ble qu'elle ait suivi une politique analogue à celle qu'elle avait déjà pratiquée en 1895, en achetant des valeurs d'Etat pour augmenter son revenu, car le gouverneur lui-même a déclaré à cette occasion que la banque avait un mauvais semestre du point de vue de ses bénéfices. Il semble ainsi que les achats et les ventes de titres sur le marché libre n'aient pas eu une grande importance dans la politique de la Banque d'Angleterre avant la grande guerre. Sans doute ne voulait-elle pas courir les risques inhérents aux achats de titres à long terme dont les cours pouvaient accuser des variations considérables ¹.

Le second procédé dont la Banque d'Angleterre s'est servie pour intervenir sur le marché consistait en ventes de titres au comptant, suivies d'achats des mêmes quantités de titres à terme. Ces opérations immobilisaient temporairement une certaine quantité de disponibilités sur le marché monétaire de telle sorte que le taux courant d'intérêt accusait une tendance à la hausse, s'adaptant ainsi au taux officiel de l'escompte. Quand les achats à terme de titres venaient à échéance et qu'ils n'étaient pas compensés par de nouvelles ventes, les taux du marché suivaient une tendance opposée. La banque se livrait à ces opérations déjà au cours de la première moitié du XIX^e siècle, mais il n'est pas possible, semble-t-il, de déterminer avec certitude quand elles ont été employées pour la première fois. Un des premiers documents qui s'y rapportent est la déposition du gouverneur John Horsley Palmer devant le *Select Committee* de 1848 ². M. Keynes mentionne ce procédé comme un supplément occasionnel de la politique de l'escompte ³. Aujourd'hui cependant

1. Cf. R. S. Sayers, *Bank of England Operations, 1890-1914*, p. 26-27.

2. Cf. R. S. Sayers, *op. cit.*, p. 28.

3. *A Treatise on Money*, vol. II, p. 229.

ce procédé n'est qu'« une relique du temps passé », ainsi que l'a expliqué devant le comité Macmillan Sir E.-M. Harvey, de la Banque d'Angleterre¹. Il semble d'ailleurs très difficile de trouver des mentions précises de ce procédé dans l'*Economist* et le *Statist* de l'époque². De même, ni dans l'ouvrage classique de Hartley Withers *The Meaning of Money* ni dans les documents de la U.S.A. National Monetary Commission, sources dignes de foi, ce procédé n'est mentionné de façon formelle³. Il semble donc que la Banque d'Angleterre ne se soit servie que rarement de ventes au comptant et d'achats à terme de fonds d'Etat et que ces opérations aient été moins fréquentes encore au cours de la dernière décade précédant la guerre⁴.

Le troisième procédé qui a donné naissance à la politique du marché libre a consisté en emprunts que la Banque d'Angleterre effectuait sur le marché (*Borrowing in the market*) en déposant, à titre de garantie, des fonds d'Etat (d'où le nom de *Borrowing on consols*, donné également à cette opération). Dans le compte rendu du *Select Committee* de 1848, John Horsley Palmer déclarait que la banque pouvait se procurer facilement de l'argent pour un certain temps en empruntant sur les titres pour augmenter ainsi son encaisse⁵. A la différence du procédé étudié précédemment avec lequel ces emprunts sur titres sont quelquefois confondus⁶, l'*Economist* et le *Statist*

1. *Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry*, question 402.

2. Cf. R. S. Sayers, *op. cit.*, p. 30.

3. Hartley Withers était rédacteur financier du *Times* de 1894 à 1910 ; *The Meaning of Money* date de 1909, sa contribution à U.S.A. National Monetary Commission de 1910.

4. Cf. R. S. Sayers, *op. cit.*, p. 34.

5. Cf. R. G. Hawtrey *The Art of Central Banking*, p. 151.

6. *Ibid.*, p. 151.

mentionnent souvent ces opérations au cours de la période d'avant-guerre, surtout en 1897-1906 et 1909-1910¹. De même, Hartley Withers rappelle à plusieurs reprises dans son ouvrage que la banque, « pour rendre son taux effectif, doit souvent emprunter de l'argent dont elle n'a pas besoin ... En d'autres termes, la machine à fabriquer du crédit a un rendement si puissant dans la production de sa marchandise que la Banque d'Angleterre, qui doit être en mesure de faire face aux obligations qui en résultent, doit soustraire une partie du produit à ceux qui le détiennent et leur payer un intérêt pour diminuer leur tentation d'escompter des traites à des taux trop bas. Elle y réussit en apparaissant sur le marché monétaire comme emprunteur. L'argent qu'elle emprunte, on ne peut l'obtenir à nouveau qu'en le lui réempruntant ; or naturellement elle ne prête, à son siège principal, qu'au taux officiel ou à 1/2 % au-dessus de ce taux »². Il est intéressant de noter que la banque déposait toujours des titres en garantie de ces emprunts comme si le mot « Banque d'Angleterre » n'était pas en lui-même une garantie suffisante. Dans le bilan de la banque, cette opération apparaissait sous forme d'une diminution du portefeuille de titres. Il est possible que cette méthode de comptabilité ait été une des causes de la confusion des emprunts sur le marché avec les ventes de titres au comptant et leurs achats à terme dont nous avons précédemment parlé³.

Le but de ces opérations primitives de la Banque d'Angleterre était d'empêcher des fluctuations indésirables du cours de la livre sterling. « La Banque d'Angleterre,

1. Cf. R. S. Sayers, *op. cit.*, p. 34.

2. *Qu'est-ce que la monnaie*, p. 213.

3. Cf. R. S. Sayers, *op. cit.*, p. 36.

dit Hartley Withers, pour rendre son taux effectif, doit souvent emprunter de l'argent dont elle n'a pas besoin, parce que quand l'offre d'argent est abondante, elle sait que les banquiers et courtiers de change continueront à escompter des traites à des taux entraînant un change défavorable, à moins qu'elle ne parvienne à réduire cette offre d'argent »¹. En effet, le taux du marché et le cours de la livre sterling étaient étroitement liés avant la guerre. Lorsque le taux du marché — taux auquel se traitaient les affaires sur le marché de Londres — était avantageux, les commerçants étrangers, voulant profiter de l'argent à bon marché en Angleterre, envoyaient à Londres de nombreuses traites pour les y escompter. Dans de telles conditions l'Angleterre avait souvent plus de paiements à faire à l'étranger qu'elle n'en recevait et le déséquilibre momentané de la balance des paiements qui en était la conséquence, faisait descendre le cours de la livre au-dessous du point d'exportation de l'or. Les importations d'effets revêtaient souvent une telle ampleur que l'Angleterre devait envoyer de l'or sur le continent. L'encaisse-or de la banque était ainsi continuellement menacée par l'abondance de la monnaie scripturale que les banques commerciales créaient sans tenir suffisamment compte de la situation de l'institut d'émission. Comme d'autre part les modifications du taux officiel de l'escompte, effectuées en vue d'agir sur les mouvements d'or, n'étaient souvent pas efficaces pour les raisons que nous venons d'exposer, la banque était obligée d'exercer une pression morale sur les courtiers en effets et les représentants des sociétés d'escompte en leur demandant d'adopter un taux conforme aux intérêts

1. Cf. R. S. Sayers, *op. cit.*, p. 213.

du marché de Londres ou bien de recourir aux opérations sur le marché libre pour résorber ainsi une partie des disponibilités trop abondantes.

Cette politique de la Banque d'Angleterre n'était que l'application de la doctrine classique qui considérait la convertibilité des billets en or et la sauvegarde de l'encaisse-or comme la fonction principale de la banque d'émission. Les répercussions sur l'économie nationale de cette restriction du crédit, consécutive à une baisse du cours de la livre et effectuée en vue de diminuer l'endettement international de la place de Londres, soulevaient de temps à autre des protestations dans les milieux commerçants et industriels, mais elles étaient considérées en général comme une conséquence inévitable et normale de la politique monétaire ¹. Au cours de la période d'avant-guerre, la banque ne s'est d'ailleurs jamais livrée aux achats de titres d'Etat pour augmenter les facilités de crédit et réduire le taux d'intérêt. La politique du marché libre n'avait alors qu'un sens restrictif. « Le problème d'une « saine » politique bancaire, dit M. Keynes, était un problème de pure technique qui consistait à prévoir, dans la mesure du possible, le fonctionnement d'un système presque mécanique et son adaptation aux fluctuations saisonnières et aux variations analogues. En étudiant le passé, il est remarquable d'observer que l'on n'avait jamais tenté par la politique du marché libre d'atténuer les effets des fluctuations saisonnières bien connues et des exportations d'or. Pendant des années,

1. C'est ainsi qu'en automne 1909, quand la Banque, pour maintenir un taux d'escompte élevé, a réduit en six semaines son portefeuille de titres de 6 millions de livres, l'*Economist* a remarqué : « Nous ne pouvons cependant pas résister à la pensée qu'un procédé qui implique une grande restriction artificielle du crédit pour contraindre le marché à suivre la Banque, n'est une solution satisfaisante ni pour le commerce, ni pour les banques ». Cité par R.S. Sayers, *op. cit.*, p. 132.

la Banque d'Angleterre voyait s'accroître sa réserve d'or de 10 millions de livres environ au printemps et perdait la même somme en automne : en l'absence d'une politique du marché libre, la banque voyait ses dépôts augmenter ou diminuer dans une proportion très considérable qui atteignait quelquefois presque 20 % »¹.

Dans ces conditions, les opérations de la Banque d'Angleterre n'étaient alors qu'un moyen auxiliaire de la politique de l'escompte et la banque y avait recours de temps en temps pour faire monter le taux du marché et défendre ainsi son encaisse-or. Le fait que le rapport Cunliffe, publié en 1918, qui traite du fonctionnement du système monétaire anglais avant la guerre et pendant la guerre, ne mentionne pas la politique du marché libre, prouve clairement que les achats et ventes de titres n'avaient pas à cette époque une importance considérable. « Les opérations sur le marché libre étaient virtuellement inconnues avant la grande guerre », dit M. Keynes dans son analyse du système monétaire anglais avant 1914².

Après la grande guerre, la politique du marché libre en Angleterre a accusé des modifications profondes. Les opérations de la banque qui ne visaient jusqu'ici qu'à renforcer l'action du taux d'escompte et qui étaient, en règle générale, de caractère restrictif, ont acquis une signification nouvelle : primitivement, la banque s'efforçait de maintenir stable le volume du crédit, puis plus tard de multiplier les instruments monétaires sur le marché et de réduire le taux d'intérêt. « Le nouvel élément de l'« administration » de la monnaie après la grande guerre

1. *A Treatise on Money*, vol. II, p. 230.

2. *Op. cit.*, vol. II, p. 229.

consiste en l'application habituelle de la politique du marché libre qui permet à la Banque d'Angleterre d'acheter et de vendre des titres en vue de maintenir ainsi l'encaisse des banques affiliées à un niveau désiré. Cette méthode — considérée comme méthode — me paraît être une méthode idéale. En connexion avec les particularités du système bancaire britannique, elle rend la Banque d'Angleterre à même de maintenir un contrôle absolu sur la création du crédit par les banques affiliées, à un degré qui n'existe dans aucun système monétaire. La Banque d'Angleterre a développé une méthode parfaite pour transférer à une autorité centrale le contrôle entier des banques affiliées dans le système bancaire du pays »¹.

Cette modification essentielle de la signification que la Banque d'Angleterre attribuait aux opérations sur le marché libre avant la grande guerre et après la guerre, est due à l'action de nombreux facteurs dont les plus importants sont les changements survenus dans la situation économique. Après la fin des hostilités, l'économie anglaise s'est trouvée en effet dans une situation bien différente de celle d'avant-guerre. Le rôle du banquier du monde que la place de Londres jouait avant la guerre, est tombé en désuétude : il fallait donc rénover le marché monétaire de Londres et en faire de nouveau un centre financier mondial. La désorganisation générale des monnaies provoquait des mouvements anormaux de capitaux : il était donc nécessaire de neutraliser ces mouvements et la Banque d'Angleterre effectuait les opérations sur le marché libre pour maintenir stable le volume du crédit. Le Trésor public avait besoin d'argent à bon marché pour alléger le poids du service de la dette natio-

1. J.M. Keynes, *op. cit.*, vol. II, p. 231.

nale, considérablement accrue par suite de la guerre : la politique monétaire devait donc tenir compte des intérêts du Trésor public. Lorsqu'enfin, en 1925, la livre sterling a été stabilisée à la parité d'avant-guerre, l'industrie anglaise eut besoin d'argent abondant et à bon marché, pour être à même de supporter la concurrence sur le marché mondial et pour compenser ainsi les désavantages dus à la revalorisation de l'unité monétaire nationale.

La principale raison qui a décidé les autorités monétaires à recourir aux opérations sur le marché libre en vue d'une expansion du crédit, a été le désir de ne pas provoquer par une élévation du taux officiel de l'escompte, une hausse du taux d'intérêt préjudiciable aussi bien aux finances publiques qu'à l'économie privée. La situation de la Banque d'Angleterre paraissait sans doute très difficile car elle devait non seulement veiller sur son encaisse-or mais aussi sauvegarder les intérêts de l'industrie nationale qui avait besoin d'un crédit abondant et d'un taux d'intérêt avantageux. Dans ces conditions, le taux d'escompte de la banque est resté relativement stable, surtout depuis la stabilisation de la livre en 1925. Cette stabilité du taux d'escompte, comparée aux variations continuelles de la période d'avant-guerre, est à elle seule une illustration frappante des modifications survenues dans la politique monétaire anglaise¹.

1. Cf. Charles Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 126 : « Les opérations d'*open market policy* sur le marché de Londres se justifient par les caractéristiques de ce marché. Le mécanisme par lequel, à Londres, l'élasticité se réalise, c'est le réescompte par les *bill brokers* à la Banque d'Angleterre, à laquelle, au contraire, les grandes banques ne s'adressent pas. Ce réescompte leur est souvent imposé à des moments très gênants pour eux par les retraits de fonds des sociétés de crédit, et, comme M. Hartley Withers l'a spirituellement décrit dans son *Meaning of Money*, ce recours forcé à la Banque centrale à un taux toujours onéreux pour eux leur est souvent fort désagréable. D'autre part

Un exemple de cette hésitation de la Banque d'Angleterre d'élever le taux d'escompte pour renchérir l'argent et de ses efforts pour remplacer cet instrument classique de politique monétaire par les opérations sur le marché libre, se trouve dans le récit fait par le rapport Macmillan de la politique de la banque en 1929. Au cours du troisième trimestre de 1929, pendant que la réserve du Département de la banque était tombée de plus de 23 millions de livres, les dépôts des banques augmentèrent de 2 millions. C'est ainsi qu'on empêcha les mouvements d'or d'agir, à ce moment, sur la base du crédit, quoique dans cette période, si on la considère dans son ensemble, la perte d'or ait réduit la base du crédit dans une certaine mesure. En d'autres termes la politique de la banque, dans la mesure où elle s'est servie des opérations sur le marché libre et des modifications du taux d'escompte, semble avoir eu pour but d'empêcher les mouvements internationaux d'or d'affecter avec une *pleine* rigueur le volume du crédit, sauf dans la mesure où celui-ci pouvait être influencé directement par la hausse du taux d'intérêt : cette hausse du taux d'intérêt à un niveau vraiment décourageant était ajournée pendant longtemps¹.

Les opérations de la Banque d'Angleterre sur le marché

au cours des dernières années, la réserve d'or de la Banque d'Angleterre a souvent éprouvé de brusques fluctuations dont on pouvait prévoir que, quelques semaines ou quelques mois plus tard, elles seraient compensées par des fluctuations en sens inverse. Autrefois, dans des cas paréils, la Banque d'Angleterre n'hésitait pas à relever le taux de son escompte aussi souvent qu'il le fallait. Aujourd'hui, la stabilité du taux d'escompte a, pour beaucoup de raisons, de grands avantages aux yeux du Gouvernement britannique comme de la Banque d'Angleterre. Dans ces conditions, celle-ci a souvent préféré ne pas attendre les demandes de réescompte des *brokers* et intervenir directement sur le marché pour lui fournir des fonds, avant que la tension monétaire n'ait relevé le taux du marché libre jusqu'au point où elle serait obligée elle-même de relever son taux ».

1. *Op. cit.*, p. 76.

libre sont ainsi devenues, d'un instrument auxiliaire complétant la politique de l'escompte, un procédé autonome de politique monétaire. Les causes et les motifs pour lesquels les dirigeants de la politique monétaire anglaise se sont décidés à recourir aux achats et aux ventes de fonds d'Etat ainsi que la signification et la portée de ces interventions ressortiront clairement de l'examen des buts et des résultats de la politique du marché libre. Avant de pouvoir toutefois procéder à cette analyse, il convient d'esquisser la technique et l'économie générale des achats et des ventes de titres par la Banque d'Angleterre.

2. La technique des opérations de la Banque d'Angleterre sur le marché libre

L'organisation de la Banque d'Angleterre a été décrite maintes fois. Depuis 1844, la banque est divisée en deux Départements, dont l'un est chargé d'émettre les billets et l'autre d'effectuer les opérations bancaires. Cette division est soulignée dans les situations hebdomadaires de la banque par la séparation des relevés du Département de l'émission de ceux du Département de la banque. A l'actif des relevés des deux Départements, on trouve les postes « titres du Gouvernement », « autres titres du Gouvernement » et « autres titres ». Quelle est la signification précise de ces termes et quels sont les postes dans lesquels apparaissent les opérations sur le marché libre ?

Le Département de l'émission est chargé d'émettre les billets de banque. Au passif de son bilan, il y a le montant des billets en circulation, à son actif leur couverture. Voici comment se présente ce bilan :

Département de l'émission

(Chiffres du bilan du 29 déc. 1937 ; en millions de livres)

Dettes du gouvernement	11	Billets émis :	
Autres titres du gouvernement	209	Billets en circulation	505
Autres titres	—	Billets dans le département	
	—	de la banque	11
Total de l'émission fiduciaire ..	220		
Or en lingots et en espèces	326		
	—		—
	546		546

Au passif du bilan, il y a le montant des billets en circulation et le montant des billets au Département de la banque dont il constitue l'encaisse.

A l'actif, la couverture des billets est divisée en circulation fiduciaire et en or. En effet, d'après l'acte de Robert Peel de 1844, la Banque a le droit d'émettre les billets gagés soit par des titres du Gouvernement, soit par de l'or. La partie de la circulation des billets couverte par l'or varie en fonction des fluctuations de l'encaisse-or du Département de l'émission. Par contre, la partie de l'émission gagée par les titres du Gouvernement, et dans une mesure minime par l'argent, est fixée à un montant invariable qu'elle ne peut dépasser qu'avec le consentement du Trésor pour une période de trois mois, susceptible d'ailleurs d'être prolongée ; l'autorisation du Parlement n'est pas nécessaire tant que l'augmentation de l'émission fiduciaire n'a pas été maintenue au-delà de deux ans. De 1928 jusqu'en décembre 1936, le montant de cette émission fiduciaire était fixé à 260 millions de livres, sauf au cours de la crise financière d'août 1931 à mai 1932 quand il a été porté à 275 millions. En décembre 1936, l'émission fiduciaire a été réduite à 200 millions de livres par suite d'un transfert de l'or à la banque par le Fonds d'égalisation des changes qui, dépourvu d'avoirs en sterling, a reçu en contrepartie des titres d'Etat ; elle a

été relevée temporairement à 220 millions à partir de la mi-novembre 1937 et réduite de nouveau à 200 millions en janvier 1938.

La couverture de l'émission fiduciaire est composée de la « dette du Gouvernement », des « autres titres du Gouvernement » et des « autres titres ».

Le poste « dette du Gouvernement » est le reliquat des prêts perpétuels que la banque a consentis, depuis 1694, au Gouvernement contre l'octroi des privilèges qui lui ont été accordés. Cette dette est inscrite dans les livres du Trésor qui paie à la banque un intérêt annuel de $2\frac{1}{2}$ %. Il est évident que ce poste qui n'est même pas matérialisé par des titres n'a rien de commun avec les opérations de la banque sur le marché libre.

Le poste « autres titres du Gouvernement » est apparu au bilan du Département de l'émission en novembre 1928 lors de la fusion des billets d'Etat, émis par le Trésor au cours de la guerre, avec les billets de la Banque d'Angleterre. Le poste « autres titres » figure au bilan de la banque en vertu de la loi de 1844 qui l'a autorisée à prendre en charge les billets émis par d'autres banques et à en constituer la couverture par d'« autres titres » qu'elle pouvait choisir librement. Comme il ressort de ces indications sur la nature des postes « autres titres du Gouvernement » et « autres titres », ces valeurs ne sont que la contre partie de l'émission fiduciaire dont le montant maximum ne peut être augmenté qu'après une entente de la banque avec le Trésor et, le cas échéant, après une intervention du Parlement. Le portefeuille de titres du Département de l'émission est donc entièrement étranger aux opérations de la banque sur le marché libre. Si la banque désire augmenter le montant des billets en circulation, elle ne peut pas recourir aux achats de titres sur

le marché, mais elle est obligée d'acheter de l'or. Comme d'autre part la banque n'est pas autorisée à émettre les billets en contre partie des effets commerciaux présentés à l'escompte, la circulation monétaire en Angleterre ne varie qu'en fonction des achats et ventes d'or si l'on excepte bien entendu les modifications survenues dans l'émission fiduciaire.

Les opérations sur le marché libre sont des achats et des ventes de titres par le Département de la banque : telle en est la définition du rapport Macmillan¹. Le Département de la banque est une banque de dépôts dont voici le bilan :

Département de la banque

Chiffres du bilan du 29 déc. 1937 (en millions de livres)

Titres du gouvernement	115	Capital des propriétaires	15
Autres titres :		Reste	3
Escomptes et avances ...	9	Dépôts publics	11
Titres	21	Autres dépôts :	
Billets	41	Banques	121
Or et argent en espèces	—	Autres comptes	36
			157
	186		186

Le passif du Département de la banque se compose du capital des propriétaires, du reste des bénéfices non distribués et des dépôts. Les dépôts qui en constituent la partie la plus importante, correspondent aux trois fonctions de la banque qui peut être considérée comme une banque d'Etat, une banque des banques et une banque ordinaire. Le poste « Dépôts publics » comprend les comptes courants des divers départements du Gouvernement britannique, tenus et administrés par la Banque d'Angle-

1. *Op. cit.*, p. 31.

terre qui agit dans cette fonction comme une véritable banque d'Etat. Les « dépôts des banques » sont composés par les comptes courants des banques britanniques qui développent leur activité principale en Angleterre ; le Département de la banque, en accomplissant une fonction de banque des banques, administre ainsi une partie importante de l'encaisse des banques commerciales britanniques. Le poste « autres comptes » englobe les comptes courants des banques étrangères et des banques britanniques dont l'activité principale se développe ailleurs qu'en Angleterre ; la Banque d'Angleterre joue dans ce cas le rôle d'une banque ordinaire.

L'actif du Département de la banque se compose de quatre postes. Le poste « titres du Gouvernement » comprend les obligations directes du Gouvernement britannique : les consolidés, les bons du Trésor que la Banque a achetés pour son propre compte (c'est-à-dire les bons qui ne lui ont pas été présentés à l'escompte) et les avances à court terme consenties au Trésor. Les valeurs que la banque englobe dans ce poste sont des titres qu'elle a acquis de sa propre initiative, par opposition à celle du marché. Les valeurs que le bilan appelle « autres titres » sont divisées en deux groupes : au poste « escomptes et avances », on inscrit les effets commerciaux et les bons du Trésor que la banque a escomptés à la demande de ses clients, ainsi que les avances qu'elle a consenties aux sociétés d'escompte, aux particuliers, etc. Le poste « titres » comprend des valeurs autres que celles de l'Etat, jouissant souvent d'ailleurs de la garantie de l'Etat, par exemple des titres des Dominions et des colonies et des titres des Etats étrangers, ainsi que les effets commerciaux que la banque a achetés de sa propre initiative. Les billets

inscrits à l'actif du bilan du Département de la banque sont les billets émis par le Département de l'émission au bilan duquel ils figurent du côté du passif ; quant aux espèces d'or et d'argent, elles se composent presque exclusivement de pièces d'argent.

Comme cette analyse le montre, le bilan du Département de la banque qui, avant la réforme de 1928, « se distinguait par son obscurité »¹, est actuellement rédigée de telle manière que les variations consécutives aux opérations sur le marché libre deviennent clairement visibles: les avoirs que la banque a achetés de l'initiative du marché sont inscrits au poste « escomptes et avances », tandis que ceux acquis de sa propre initiative figurent aux postes « titres du Gouvernement » et « titres ». La différence entre ces deux derniers postes consiste en ce que le premier comprend les valeurs d'Etat, le second les titres autres que les valeurs d'Etat. Les bons du Trésor que la banque achète figurent ainsi, d'après leur origine, soit au poste « escomptes et avances » si l'achat a eu lieu de l'initiative du marché, soit au poste « titres du Gouvernement » si l'opération a été effectuée de l'initiative de la Banque d'Angleterre.

L'importance de la division de la Banque d'Angleterre en deux Départements distincts ne doit d'ailleurs pas être exagérée. Outre les avantages de continuité et le désir de ne pas modifier un schéma de bilan devenu classique, le seul argument invoqué pour maintenir cette présentation traditionnelle du bilan est la considération que la division de la banque en deux Départements conserve une formule commode de répartition des bénéfices entre la Banque d'Angleterre et le Trésor. En effet,

1. Hartley Withers, *Qu'est-ce que la monnaie*, p. 237.

d'après la législation en vigueur, le bénéfice provenant de l'émission des billets de banque appartient au Trésor, le reste étant réservé à la banque. L'inscription du poste « titres du Gouvernement » à l'actif du bilan du Département de l'émission permet ainsi de calculer facilement le bénéfice tiré de l'émission fiduciaire qui appartient au Trésor ¹.

Les modifications par lesquelles les opérations de la Banque d'Angleterre sur le marché libre se manifestent dans le bilan de la banque apparaîtront dans l'exemple théorique suivant :

Supposons que l'on puisse ainsi résumer le bilan de la banque (les chiffres utilisés dans cet exemple sont les chiffres arrondis de la situation au 29 décembre 1937) :

Département de l'émission

Emission fiduciaire	220	Billets en circulation	505
Or	326	Billets au département de la banque	41

Département de la banque

Titres du gouvernement et autres	145	Dépôts publics	11
Billets	41	Dépôts des banques	121
		Autres comptes	54

Supposons ensuite que la banque ait acheté pour un million de livres de titres d'Etat, Les effets de cette opération apparaissent dans l'actif du Département de la banque par une augmentation d'un million du poste « titres du Gouvernement et autres », tandis qu'au passif du bilan les « dépôts des banques » s'élèvent également d'un million. Le bilan du Département de l'émission

1. *Report of the Committee on Finance and Industry*, p. 143.

reste inchangé. Le bilan schématique du Département de la banque, établi à la première date qui suit les achats de titres, se présente donc ainsi :

Département de la banque

Titres du gouvernement et autres	146	Dépôts publics	11
Billets	41	Dépôts des banques	122
		Autres comptes	54

L'effet que produisent les achats de titres par la banque se traduira dans son bilan par une augmentation des dépôts des banques commerciales auprès de l'institut d'émission. Quelle en est la signification ? Écoutons à ce sujet l'entretien qu'ont eu, devant le comité Macmillan, les présidents de deux des cinq grandes banques de Londres, M. Reginald McKenna, président de la Midland Bank, et M. Frederick Crenfurd Goodenough, président de la Barelays Bank :

M. McKenna : Au cas où la Banque d'Angleterre augmenterait le crédit, par exemple d'un million de livres, en achetant des bons du Trésor, ce million rentrerait-il le lendemain dans les banques comme encaisse additionnelle ?

M. Goodenough : Oui ; les soldes de comptes courants auprès de la Banque d'Angleterre s'élèveraient du même montant.

M. McKenna : Si nous prenons la moyenne habituelle, votre banque recevrait-elle 200.000 livres de ce million ?

M. Goodenough : Oui, c'est très possible.

M. McKenna : La première chose que vous faites le matin, n'est-elle pas d'examiner votre encaisse ?

M. Goodenough : Je ne saurais y manquer.

M. McKenna : Trouveriez-vous le lendemain de l'aug-

mentation du crédit par la banque que vous avez dans votre encaisse 200.000 livres de plus que la veille ?

M. Goodenough : Cela serait possible.

M. McKenna : Désireriez-vous utiliser ces 200.000 livres ?

M. Goodenough : Oui, peut-être¹.

L'augmentation des comptes courants des banques commerciales auprès de la Banque d'Angleterre, consécutive aux achats de titres sur le marché libre, devient ainsi la base de l'expansion du crédit. Si en effet la Banque d'Angleterre achète des titres, elle inscrit les sommes dont il s'agit à l'actif des courtiers ou d'autres personnes par l'intermédiaire desquelles ces achats sont effectués. Finalement, les comptes courants des banques commerciales augmenteront du même montant dont se sera élevé le poste « titres du gouvernement ». Mais les « dépôts des banques », c'est-à-dire les comptes courants actifs des banques commerciales dans les écritures de la Banque d'Angleterre, sont considérées par celles-ci comme une partie de leur encaisse dont elles peuvent utiliser toute augmentation à consentir de nouveaux crédits et à créer ainsi de la monnaie scripturale. Comme d'autre part les banques maintiennent dans l'ensemble une proportion d'encaisse de 10 à 11 % par rapport aux dépôts, celles-ci sont à même de créer des dépôts bancaires jusqu'à un montant dix fois plus grand que l'augmentation de l'encaisse suscitée par la Banque d'Angleterre. L'achat de titres pour un million de livres qui s'est manifesté dans le bilan de la banque par une augmentation d'un million de dépôts des banques commerciales permet donc à celles-

¹. *Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry*, questions 714-718.

ci de consentir jusqu'à dix millions de livres de nouveaux crédits ¹.

Dans ces conditions, la Banque d'Angleterre a le pouvoir d'augmenter ou de diminuer, par les opérations sur le marché libre, la quantité d'instruments monétaires. Elle peut donc (à condition de connaître les variations de la partie de l'encaisse que les banques commerciales gardent en billets de banque) exercer un contrôle « presque absolu » de l'encaisse des banques et ainsi, étant donné les usages qui gouvernent les transactions des banques commerciales, elle est à même d'agir sur le volume total des dépôts dans les limites fixées par l'existence de l'étalon-or international ². Les opérations de la Banque d'Angleterre sur le marché libre, exerçant une action directe sur l'encaisse des banques commerciales et par là sur la création de la monnaie scripturale, constituent ainsi, d'après M. Keynes, une « méthode idéale » d'administration de la monnaie ³.

3. Les buts de la politique du marché libre en Angleterre

Nous avons, dans la section précédente, esquissé les moyens qu'utilise la politique du marché libre sans indiquer les divers buts que se propose la Banque d'Angleterre en achetant et en vendant des titres d'Etat. Il convient donc à présent d'examiner ces buts.

D'après le rapport Macmillan, la Banque d'Angleterre

1. Cf. *Report of the Committee on Finance and Industry*, p. 33.

2. Cf. *Report of the Committee on Finance and Industry*, p. 33.

3. *A Treatise on Money*, vol. II, p. 231.

pratique la politique du marché libre afin d'atteindre les buts suivants :

Tout d'abord, la banque effectue les opérations sur le marché libre (ou renonce délibérément aux achats et aux ventes de titres) pour agir sur le montant total des « dépôts des banques », c'est-à-dire sur les comptes courants que les banques commerciales maintiennent auprès d'elle et qui constituent une partie de leur encaisse. Pour exercer une influence sur le montant total des « dépôts des banques », la Banque d'Angleterre doit tenir compte également des modifications de son encaisse-or et des « dépôts publics ».

En second lieu, la banque effectue les opérations sur le marché libre pour provoquer des modifications appropriées dans la forme de ses actifs sans en affecter par cela même le montant. La banque peut alors poursuivre un des trois buts suivants :

1. La banque peut compenser, par les achats ou les ventes de titres, les mouvements d'or.

2. La banque peut vendre des titres à court terme, par exemple des bons du Trésor, et acheter en même temps des titres à long terme, par exemple des consolidés, ou inversement, pour agir ainsi sur les taux d'intérêt à court ou à long terme.

3. La banque peut contraindre le marché par des ventes de titres à présenter des effets à l'escompte ou bien à demander des avances au taux officiel, en s'efforçant ainsi de le rapprocher des taux du marché ¹.

Le but en vue duquel la Banque d'Angleterre se livrait à l'origine aux opérations sur le marché libre, était d'assurer l'efficacité du taux officiel de l'escompte. Avant la

1. *Report of the Committee on Finance and Industry*, p. 152.

grande guerre, la banque n'intervenait par des ventes de titres que quand elle avait l'intention d'élever le taux de l'escompte ou que le taux du marché s'éloignait trop du taux officiel. La banque n'intervenait d'ailleurs que dans un sens restrictif par des ventes de titres en vue de provoquer une hausse du taux d'intérêt. Elle n'achetait alors jamais des fonds d'Etat pour faciliter ainsi la baisse du taux d'intérêt et permettre aux banques commerciales de poursuivre une expansion du crédit. Après la guerre, dans des conditions différentes de celles qui existaient auparavant, la banque a renoncé aux interventions restrictives sur le marché monétaire qu'elle pratiquait jadis pour rendre effectif le taux officiel de l'escompte. Cette nouvelle règle n'a comporté, au cours des dernières années, qu'une seule exception importante qui d'ailleurs la confirme. Lorsque la banque s'efforçait à la fin de l'année 1930 d'empêcher l'exportation d'or, l'écart entre le taux officiel et le taux du marché qui est d'habitude 1/16 % environ atteignit 3/4 % de telle sorte que la banque, voulant assurer l'efficacité de son taux d'escompte, se mit à vendre des titres sur le marché libre. Lorsque diminua en janvier 1931 l'encaisse des banques commerciales et que le taux du marché s'éleva, l'efficacité du taux officiel fut assurée et les exportations d'or cessèrent pour un certain temps. Quelques mois plus tard, en septembre 1931, la banque ne s'efforça plus de pratiquer une politique restrictive du marché libre et elle abandonna l'étalon-or.

Le second but que se propose la banque en pratiquant les opérations sur le marché libre et qui eut une importance particulière au cours des années 1925-1931 entre la stabilisation de la livre sterling au niveau d'avant-

guerre et l'abandon de l'étalon-or est de maintenir stable le volume du crédit. En comparaison avec les opérations primitives qui ne visaient qu'à rétrécir le volume du crédit au moyen d'une adaptation du taux du marché au taux officiel, la politique du marché libre pratiquée en vue de stabiliser le volume du crédit s'exerce dans les deux sens et utilise non seulement des ventes, mais aussi des achats de titres. Par exemple, pendant l'été 1928, lorsque l'encaisse-or de la banque augmentait, ces importations considérables d'or furent partiellement stérilisées par des ventes de titres sur le marché libre. Au contraire, en juin et en juillet 1931 lorsque l'encaisse-or se mit à diminuer rapidement, la banque compensa les exportations d'or par les achats de titres en sauvegardant ainsi les disponibilités des banques commerciales et empêchant par suite une restriction du crédit¹. La baisse totale des « dépôts des banques » en 1931 (2 1/2 %) fut loin d'être proportionnelle à celle de l'encaisse-or de la banque (presque 10 %). Les effets de déflation produits par les sorties d'or furent ainsi compensés, du moins en partie, par l'accroissement du volume du crédit par la Banque d'Angleterre et par la diminution de la proportion d'encaisse des banques commerciales. Cette politique n'avait cependant aucun caractère d'expansion car la banque se

1. L'ampleur de ces achats de titres effectués afin de compenser la diminution de l'encaisse-or et afin de prévenir ainsi une baisse des comptes courants des banques auprès de la Banque d'Angleterre, ressort de l'examen du tableau ci-dessous :

(Moyennes mensuelles en millions de livres)

	Or	Titres du gouvern. Dép. de la banque	Dépôt des banques
Juin 1931	157, 7	33, 2	68, 7
Juillet 1931	154, 5	36, 3	69, 3
Août 1931	133, 1	50, 4	59, 3
Septembre 1931	134, 9	56, 7	70, 2

bornait, par les achats de valeurs d'Etat, à remplacer, et en partie seulement, les capitaux transférés à l'étranger. Jamais au cours des années 1925-1931 la banque n'eut recours aux achats de titres sur le marché libre pour provoquer une expansion du crédit. Des efforts semblables auraient d'ailleurs été incompatibles avec le maintien de l'étalon-or.

Le troisième but que peuvent poursuivre les dirigeants de la politique monétaire par la politique du marché libre est de rendre possible une expansion du crédit par les banques commerciales et de fournir ainsi au Trésor public aussi bien qu'à l'industrie et au commerce l'argent abondant et à bon marché. Une condition devait être cependant remplie pour que les achats de titres pussent permettre une expansion du crédit et une réduction du taux d'intérêt : cette condition était l'abandon de l'étalon or. En effet, jusqu'en septembre 1931, la liberté d'action de la Banque d'Angleterre dans le domaine monétaire était restreinte du fait que la livre était liée à l'étalon-or international. La suspension de la convertibilité en or fit disparaître ce frein. Au début de 1932, la banque acquit des fonds d'Etat sur le marché en ramenant progressivement son taux d'escompte de 6 à 2 %. Le but de ces opérations sur le marché libre pratiquées en vue d'une expansion monétaire diffère essentiellement de celui de la politique du marché libre du temps où la livre était rattachée à l'or. Tout d'abord, cette politique du marché libre ne vise pas à élargir et à rétrécir alternativement le volume du crédit, comme c'était le cas auparavant, mais seulement à l'élargir et à faire baisser le taux d'intérêt ; en second lieu, les opérations sur le marché libre deviennent, d'un instrument d'action sur le crédit à

court terme, un procédé d'expansion du crédit, même du crédit à long terme.

Le quatrième but de la politique du marché libre en Angleterre est d'agir en particulier sur le taux d'intérêt à long terme. Dans ce cas, la banque peut ou acheter des titres à long terme ou remplacer les titres à court terme, comme les bons du Trésor, par des titres à plus long terme, par exemple par des consolidés. « Les modifications du taux officiel de l'escompte affectent tout particulièrement le taux d'intérêt à court terme tandis que les opérations sur le marché libre pour autant qu'elles sont effectuées avec des titres à long terme détenus par la banque centrale, exercent une influence sur le taux d'intérêt à long terme »¹. Toutefois, malgré une référence expresse du rapport Macmillan relative à l'échange des titres à court terme par des valeurs à long terme ou inversement², il n'est pas possible de suivre les variations survenues dans la composition du portefeuille de titres de la Banque d'Angleterre et d'examiner les effets de ce genre d'opérations.

De ces quatre buts que les autorités monétaires anglaises attribuent à la politique du marché libre, le plus intéressant du point de vue de la science économique aussi bien que de la pratique bancaire est celui qui vise à l'expansion monétaire et à la réduction du taux d'intérêt.

4. L'expansion monétaire après la crise financière de 1931

Les opérations de la Banque d'Angleterre sur le marché libre ne constituent pas l'unique procédé d'émission

1. J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, p. 252.

2. *Op. cit.*, p. 152.

d'instruments monétaires. Il est donc difficile de leur attribuer avec précision la place qui leur revient parmi les autres moyens dont s'est servie la Banque d'Angleterre, après avoir abandonné l'étalon-or, pour poursuivre sa politique d'expansion monétaire. Toutefois, malgré ces difficultés, on peut néanmoins, à l'appui des situations hebdomadaires de la banque, montrer quelle était, au début et au cours de l'expansion monétaire, la part respective des différents procédés qu'a employés la banque pour élargir le volume du crédit.

En Angleterre, les instruments monétaires consistent non seulement en billets de banque, émis par la Banque d'Angleterre, mais en monnaie scripturale, c'est-à-dire en dépôts bancaires que les banques commerciales créent en fonction de leurs disponibilités. La quantité de monnaie scripturale que peuvent émettre les banques dépend de de leur encaisse qui comprend d'une part les billets de banque qu'elles ont en caisse, de l'autre les avoirs auprès de l'institut d'émission, inscrits dans le bilan du Département de la banque au poste « dépôts des banques ». En pratique, les billets de banque en réserve dans les caisses des banques commerciales dépassent quelque peu 6 % du montant total de leurs dépôts tandis que leurs avoirs auprès de la Banque d'Angleterre varient autour de 5 %¹. Le rapport de l'encaisse totale aux dépôts est de 10 à 11 %². C'est sur cette encaisse que repose le volume de monnaie scripturale créé par les banques commerciales dans une proportion neuf fois ou dix fois supérieure au montant primitif de l'encaisse. Le véritable élément dynamique qui gouverne l'émission des instruments

1. Cf. *Report of the Committee on Finance and Industry*, p. 36.

2. Cette proportion d'encaisse, ramenée de 11,3 à 10,8 pour cent, en 1935, a fléchi à 10,3 pour cent en 1936 et 1937.

monétaires en Angleterre est donc le montant de l'encaisse des banques commerciales, en particulier leurs avoirs auprès de l'institut d'émission.

Parmi les principaux facteurs qui déterminent l'émission des instruments monétaires par la Banque d'Angleterre et au second degré par les banques commerciales, l'on peut discerner le montant de la circulation fiduciaire, l'encaisse-or au Département de l'émission et le portefeuille de titres et d'effets au Département de la banque. D'autre part, le mouvement du volume des instruments monétaires apparaît à l'examen des postes « billets en circulation » et « dépôts des banques » du bilan de la Banque d'Angleterre et « dépôts en compte courant » des banques de compensation de Londres.

(Voir le *tableau ci-contre*).

Ce tableau est divisé en deux parties : dans la première partie, les principaux postes de la Banque d'Angleterre et deux postes des banques de compensation de Londres résument les variations survenues au cours des années 1929-1937 ; dans la seconde partie, les mêmes données sont reproduites pour trois dates de la période allant de septembre 1931 à juin 1932, période au cours de laquelle les autorités monétaires anglaises ont abandonné la politique de déflation pour pratiquer une politique d'expansion du crédit et de réduction du taux d'intérêt.

Le montant total des instruments monétaires diminua au cours des années 1929-1931 et augmenta depuis 1932. La circulation des billets de la Banque d'Angleterre et les dépôts en compte courant des banques de compensation de Londres accusèrent en effet une tendance à la baisse jusqu'au renversement de la politique financière et monétaire au début de 1932. Toutefois, la régression du

La situation monétaire de 1929 à 1937

Moyennes annuelles ou mensuelles en millions de livres sterling	BANQUE D'ANGLETERRE (a)						BANQUES DE COMPENSATION DE LONDRES	
	Encaisse-or du Dép. de l'émission (b)	Fonds d'Etat détenus par le Dép. de la banque	Escomptes et avances Dép. de la banque	Autres valeurs Dép. de la banque	Billets en circulation	Dépôts des banques Dép. de la banque	Encaisse	Dépôts en compte courant
1929 ..	147	56	11	20	362	63	194	940
1930 ..	155	50	9	18	359	66	192	921
1931 ..	140	45	11	28	355	65	182	895
1932 ..	130	64	13	26	360	81	187	867
1933 ..	177	80	12	14	371	100	212	978
1934 ..	192	81	8	11	379	100	212	953
1935 ..	194	87	10	12	395	97	215	1.054
1936 ..	228	89	10	17	431	96	228c	1.197c
1937 ..	321	98	7	21	480	97	235c	1.233c
Septembre 1931 ..	135	57	10	26	354	60	174	885
Février 1932	121	36	13	38	346	71	173	775
Juin 1932 ..	133	70	13	26	358	85	191	868

a) La limite maxima de l'émission fiduciaire, fixée à 260 millions et portée à 275 millions en août 1931, puis ramenée à 260 millions en mars 1935, a été établie à 200 millions en décembre 1936 et relevée temporairement à 220 millions à partir de la mi-novembre 1937 jusqu'à la mi-janvier 1938.

b) A la parité légale.

c) Onze banques, auparavant dix banques.

montant total des dépôts pouvant être utilisés comme monnaie ne fut pas aussi forte que le ralentissement des affaires, ni proportionnelle à la diminution de l'encaisseur de la Banque d'Angleterre. La déflation produite par les sorties d'or fut compensée, en partie tout au moins, par un accroissement du portefeuille de titres d'Etat du Département de la banque et par une diminution de la proportion d'encaisse des banques commerciales. Parmi d'autres facteurs qui jouèrent un rôle encore plus important que la diminution du volume des dépôts, on peut rappeler le transfert des dépôts des comptes courants aux comptes à terme et le fléchissement très sensible de la vitesse de circulation des comptes courants en 1930 et en 1931. Au début de l'année 1932, la tendance à la baisse du volume des instruments monétaires cessa pour faire place à la hausse et la vitesse de circulation des comptes courants commença à s'accroître : l'expansion monétaire ne tarda pas alors à se manifester aussi bien dans la quantité des instruments monétaires que dans la fréquence de leur utilisation.

Pour examiner les modifications survenues dans la quantité des moyens de paiement après l'abandon de l'étalon-or en septembre 1931, il convient de distinguer trois périodes de durées inégales au cours desquelles la politique monétaire et financière subit des changements profonds aussi bien dans ses objectifs que dans ses moyens :

1. DE SEPTEMBRE 1931 A FÉVRIER 1932

Lorsque la Banque d'Angleterre fut dispensée, le 21 septembre 1931, de l'obligation de rembourser ses billets en or, elle éleva son taux d'escompte à 6 % et elle

continua sa politique de déflation. Comme l'indique le tableau ci-dessus, les principales sources d'émission de monnaie accusèrent une diminution sensible : l'encaisseur de la banque baissa de 14 millions de livres par suite du remboursement des crédits que la Banque de France et les Banques de réserve fédérale avaient consentis à l'Angleterre ; le portefeuille de titres du Département de la banque, tout en accusant une augmentation d'« autres titres » de 12 millions, fut réduit de 21 millions dans les fonds d'Etat ; la troisième source d'émission de monnaie, la circulation fiduciaire, avait été élevée, il est vrai, depuis le mois d'août 1931, de 15 millions et fixée à 275 millions de livres, mais cette augmentation n'avait guère un caractère d'expansion car elle n'était qu'une conséquence involontaire des règles d'émission des billets de banque. La Banque d'Angleterre, voulant empêcher un autre relèvement de la limite de l'émission fiduciaire, demanda d'ailleurs aux banques commerciales qu'elles consentissent à diminuer la réserve de billets de banque qu'elles gardaient dans leurs caisses et à la remplacer par une augmentation correspondante de leurs dépôts au Département de la banque. La réserve de billets que les banques de compensation gardaient dans leurs caisses baissa de 105 à 90 millions de livres, tandis que le poste « dépôts des banques » au bilan du Département de la banque augmenta de ce fait de 10 millions. L'augmentation des dépôts des banques auprès de l'institut d'émission n'est donc qu'apparente. Dans ces conditions, les dépôts à vue des grandes banques de Londres diminuèrent de 110 millions de livres.

2. DE MARS A JUIN 1932

Lorsqu'au début de 1932 la baisse de la livre sterling parut excessive et que la livre se mit à remonter, la Banque d'Angleterre renversa complètement sa politique de crédit. De mars à juin 1932, le taux officiel d'escompte fut ramené de 6 à 2% et la banque acheta pour 35 millions de livres de fonds d'Etat de telle sorte que le poste « titres d'Etat » au Département de la banque fut doublé en passant de 35 à 70 millions de livres; comme d'autre part le poste « autres titres » diminua de 12 millions, le résultat net des achats de titres sur le marché libre au cours des quatre mois de mars à juin 1932 produisit une augmentation du portefeuille de titres de 22 millions de livres. L'encaisse-or de la banque s'éleva en même temps de 13 millions de livres. Cet accroissement de l'encaisse-or et du portefeuille de titres de la banque se manifesta par une augmentation de billets en circulation et de « dépôts des banques » au Département de la banque. L'accroissement de l'encaisse des banques commerciales qui en fut la conséquence, produisit les effets habituels sur le volume de la monnaie scripturale : de février à septembre les dépôts des dix banques de compensation de Londres s'accrurent de 200 millions de livres. Les banques employèrent l'excédent de leurs disponibilités à l'achat de fonds d'Etat. En vendant des titres aux banques, les entrepreneurs se constituèrent des disponibilités dont ils se servirent pour rembourser leurs dettes aux banques et pour faire face aux besoins financiers que créait l'accroissement de la production, sans recourir à

de nouvelles avances des banques. L'argent fut donc non-seulement abondant, mais à bon marché ¹.

Les motifs de ce changement radical de la politique monétaire et financière étaient doubles : d'une part, l'industrie, le commerce et une grande partie des économistes anglais réclamaient depuis longtemps une expansion du crédit et une réduction du taux d'intérêt, d'autre part le Trésor envisageait une série de mesures financières en vue d'assainir les finances publiques. « Pendant un certain temps après l'abandon de l'étalon-or, dit M. Reginald McKenna, la politique monétaire officielle a été incertaine, quoiqu'elle se soit au début exprimée par des mesures évidentes de déflation. Ensuite, on a entrepris avec d'admirables résultats d'augmenter la circulation monétaire, quoiqu'il soit encore difficile de savoir jusqu'à quel point ces mesures ont été adoptées dans l'intérêt du commerce et jusqu'à quel point elles constituaient seulement une incidente des nécessités des finances publiques » ².

Quoiqu'il en soit, il est certain que les paroles que M. Neville Chamberlain, chancelier de l'Echiquier, a

1. Le président de la *Midland Bank*, M. Reginald McKenna explique l'action de la politique d'expansion monétaire par les achats de titres en ces termes : « Une augmentation de la circulation monétaire devient effective par les achats faits d'abord par la Banque d'Angleterre et ensuite, sur une échelle beaucoup plus vaste, par les *Joint Stock Banks*. Ces achats consistant principalement ou entièrement en titres créent un approvisionnement entièrement nouveau d'argent qui passe entre les mains des vendeurs qui, à leur tour, deviennent acheteurs d'autres valeurs ou emploient leurs disponibilités dans le commerce. Une demande est ainsi déterminée à travers toute la série des titres et des opérations donnant des bénéfices qui tôt ou tard sont investis ou dépensés. Les placements des capitaux ou la dépense de ces bénéfices provoquent une nouvelle demande de marchandises et ainsi graduellement les résultats de l'expansion monétaire sont transformés en un accroissement des activités industrielles et commerciales ». Cf. *Les fonctions de la Banque d'Angleterre* dans la *Revue économique internationale*, mars 1934, p. 534.

2. *Les fonctions de la Banque d'Angleterre*, dans la *Revue économique internationale*, mars 1934, p. 531.

prononcées au Parlement le 30 juin 1932 en annonçant son intention de convertir l'emprunt de guerre de 5 % en titre de 3 $\frac{1}{2}$ % ont fait époque dans l'évolution contemporaine de la politique monétaire et financière de l'Angleterre. Le succès de la conversion fut très grand : 2.540 millions de livres de titres (autres que des bons du Trésor) furent convertis et le service de la dette publique fut réduit de 455 millions de livres par an. Cette conversion fut cependant suivie par d'autres événements dont il est impossible, même à l'heure actuelle, de prévoir toutes les conséquences.

3. DE JUILLET 1932 A L'HEURE ACTUELLE

Le taux d'escompte fixé par la Banque d'Angleterre à 2 % en juin 1932, ne fut pas modifié depuis cette date. La banque continua à acheter des titres d'Etat, bien qu'à un rythme plus lent qu'auparavant. Ces achats semblent s'être accélérés en 1937 car le portefeuille de titres du Département de la banque s'éleva de 94,5 millions de livres en avril à 106,9 millions au milieu d'octobre. L'encaisse-or qui resta stationnaire après un premier accroissement en 1933 s'accrut considérablement surtout en 1936 et 1937 par suite des transferts de l'or par le Fonds d'égalisation des changes. La circulation des billets augmenta, le montant des « dépôts des banques » au Département de la banque s'éleva et le volume des dépôts à vue servant de moyen de paiement s'agrandit.

Les résultats de cette politique peuvent être résumés en quelques mots. Le Royaume-Uni a été le premier pays où ont diminué les taux d'intérêt après la crise financière de 1931. Pendant le premier semestre de 1932, la réduc-

tion du taux d'intérêt fut extrêmement rapide : c'est ainsi que le taux d'escompte hors banque fléchit de 5,56 % en janvier à 0,91 % en juillet et que le rendement des consolidés 2 1/2 % descendit de 4,52 à 3,46 %. Au cours des années suivantes l'abondance de fonds sur le marché exerça une telle influence sur les cours que le taux d'escompte hors banque pour les traites bancaires de premier ordre et le taux d'intérêt des bons du Trésor tombèrent respectivement à une moyenne de 0,41 et 0,30 % au mois d'août 1933. Les banques de compensation s'engagèrent alors, dès le mois suivant, à ne pas acheter de bons du Trésor au-dessous de certains minima qui furent progressivement portés à un chiffre dépassant 1 %. En octobre 1934, cet accord cessa de jouer et le taux moyen des souscriptions des bons du Trésor était, en janvier 1935, inférieur à 0,2 %. Dans ces conditions, les banques conclurent en février 1935 un nouvel accord qui institua un minimum de 1/2 % pour les bons du Trésor. Les taux du marché se sont strictement conformés à cet accord jusqu'à l'heure actuelle. La période allant du mois d'octobre 1934 au mois de février 1935 et pendant laquelle l'échec de l'accord des banques de compensation fit apparaître d'une façon frappante la pression que l'abondance des crédits exerçait sur le loyer de l'argent à court terme, fut également celle où le rendement des fonds d'Etat était le plus bas. Après le mois de janvier 1935 où les consolidés 2 1/2 % atteignirent le cours de 92, 8, soit un rendement de 2,7 %, le taux d'intérêt à long terme s'orienta progressivement à la hausse qui s'accrut surtout en 1937. L'indice de la production industrielle augmenta de 20 %, dépassant les résultats de 1929. En particulier, l'activité de l'industrie

du bâtiment bénéficia considérablement de la baisse du loyer de l'argent à long terme¹.

Il n'est pas douteux non plus que la baisse du loyer de l'argent tout au moins au début de l'expansion monétaire actuelle n'ait été le résultat des interventions du Trésor et de la Banque d'Angleterre sur le marché monétaire. « Pour apprécier l'ordre de grandeur des opérations d'*open market* de la Banque d'Angleterre en 1932, il suffit de savoir que le *Banking Department* de cet établissement a doublé son portefeuille de fonds d'Etat qui est passé de 45, 3 millions de livres, au 27 janvier 1932, à 90,6 millions de livres au 25 janvier 1933 ; après cette date, ce poste n'a accusé aucun changement appréciable »². D'autre part, les banques commerciales ont procédé à des achats importants de fonds d'Etat pour employer leurs disponibilités ; c'est ainsi que les banques de compensation de Londres ont doublé, de décembre 1931 à décembre 1936, leur portefeuille de titres d'Etat.

Voici bientôt six années que l'Angleterre pratique la politique de l'argent à bon marché. « Les dirigeants des grandes banques anglaises sont unanimes à louer les avantages de la monnaie dirigée et aucun d'eux ne demande le retour à l'étalon-or. Tous sont d'accord pour reconnaître que le Trésor et la Banque d'Angleterre ont géré la monnaie anglaise avec une parfaite maîtrise, au mieux des intérêts du pays ; tous sont également d'accord pour se féliciter des résultats obtenus par la politique de l'argent à bon marché »³. Toutefois si certains

1. Cf. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1935-36, vol. I, p. 13, et 1936-37, vol. I, p. 90.

2. *Ibid.*, 1936-37, vol. I, p. 90.

3. R.J. Truptil, *Les banques anglaises en 1936*, dans la *Revue d'économie politique*, mars-avril 1937, p. 408.

d'entr'eux, préoccupés d'éviter le développement de nouveaux facteurs de déséquilibre estiment qu'il ne convient pas de renoncer à la longue à une hausse d'intérêt comme moyen de contrôler l'expansion du crédit, ils sont d'accord en général qu'une telle mesure ne paraît pas encore nécessaire au stade actuel du cycle économique ¹.

5. Les opérations du Fonds d'égalisation des changes

Au cours des dernières années, les opérations sur le marché libre ont revêtu une forme nouvelle dans les interventions du Fonds d'égalisation des changes, administré par le Trésor ². Comme son nom l'indique, ce Fonds, doté de bons du Trésor, a été créé afin d'égaliser ou d'atténuer les fluctuations des changes. En fait, son rôle principal est de régulariser la situation interne du crédit par voie de compensation des mouvements de capitaux à court terme. En cas d'afflux de capitaux, le Fonds achète les devises étrangères avec les ressources en sterling qu'il se procure en vendant, sur le marché, principalement aux banques commerciales, des bons du Trésor, et il convertit en or les devises qu'il vient d'acheter. Il résulte de ces opérations que l'encaisse-or du Fonds augmente tandis que son portefeuille de bons du Trésor

1. Cf. *L'Economist*, 1^{er} janvier 1938, p. 13.

2. *L'Exchange Equalisation Account* a été créé par la partie IV du *Financial Act* du 16 juin 1932. Primitivement fixée par cette loi à 150 millions de livres (avec, en plus, 25 millions de livres d'actif résultant de l'ancienne « réserve de change du dollar », compte d'Etat non utilisé), la dotation du Fonds a été portée par la loi du 18 mai 1933 à 350 millions de livres et ensuite, par décision du Chancelier de l'Echiquier communiquée à la Chambre des Communes le 25 juin 1937, au montant total de 550 millions de livres.

diminue ; d'autre part, les dépôts des banques commerciales formés par l'argent déposé chez elles par les vendeurs de devises étrangères augmentent en même temps que s'accroît leur portefeuille de bons du Trésor à la suite des achats effectués auprès du Fonds ; les disponibilités des banques commerciales qui sont à la base du crédit interne, ne subissent donc aucune modification. De même, cette base n'est nullement affectée si les vendeurs de devises étrangères achètent directement les bons du Trésor que le Fonds offre sur le marché en contre partie des achats de devises. En cas de sortie de capitaux, le processus est inverse : le Fonds vend de l'or et rachète, avec le produit de ces ventes, les bons du Trésor aux banques commerciales de telle sorte que leur encaisse n'est guère affectée par l'exode d'or et la diminution de leurs dépôts et de leur portefeuille de bons du Trésor.

Ce mécanisme de compensation du Fonds d'égalisation des changes « n'est pas nouveau dans son principe. Il est essentiellement analogue aux opérations sur le marché libre par lesquelles, sous le régime de l'étalon-or, la banque centrale pouvait compenser — et compensait souvent — les mouvements d'or »¹. « La substitution d'un Fonds d'égalisation des changes à la banque centrale comme organisme effectuant les opérations de neutralisation ne change rien à la situation. Il suffit qu'un montant suffisant de titres d'Etat soit disponible pour permettre des interventions sur le marché et la création d'un Fonds d'égalisation des changes peut avoir été la méthode choisie (c'est le cas à Londres) pour procéder à ces opérations sur titres »².

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 57.

2. Banque des règlements internationaux, *Septième rapport annuel*, 1937, p. 63.

En effet, déjà au cours des dernières années avant l'abandon de l'étalon-or, la Banque d'Angleterre s'efforçait de compenser en partie les mouvements d'or par les opérations sur le marché libre et de sauvegarder intacte la base interne du crédit. C'est surtout pour atteindre ce but que la banque pratiquait la politique du marché libre au cours des années 1925-1931.

Après la création du Fonds d'égalisation des changes, on peut distinguer deux périodes d'inégale durée dans le développement du mécanisme de compensation : tout d'abord, le Fonds devait faire face aux sorties de capitaux, plus tard il devait compenser l'afflux d'or.

Lors de sa création, le Fonds a été dans l'impossibilité de faire face aux sorties de capitaux puisqu'il ne possédait que des avoirs en sterling. « Toutefois, dans les débuts, il a pu convertir une partie de ses bons du Trésor en devises étrangères, à la Banque d'Angleterre »¹. En juillet 1932, les « autres valeurs » du Département de l'émission qui, croit-on, se composaient surtout d'avoirs à l'étranger baissèrent de 40 millions de livres tandis que les titres d'Etat dans le même Département, augmentèrent d'un montant correspondant.

Par suite de l'évolution de la situation monétaire, le Fonds devait cependant bientôt faire face à l'afflux d'or. Il semble qu'il ait été utilisé tout d'abord comme un moyen technique permettant à l'afflux d'or de provoquer un élargissement de la base du crédit ; après 1933, le mécanisme de compensation a été appliqué plus strictement.

Avant 1933, les autorités monétaires, au lieu de compenser l'afflux de capitaux, cherchaient au contraire à

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol I, p. 56.

élargir la base du crédit en utilisant les entrées de fonds venus de l'étranger. Il semble d'ailleurs que les capitaux qui affluaient en Angleterre en 1932 aient été des fonds britanniques rapatriés par suite de l'amélioration de la situation budgétaire et des perspectives industrielles et commerciales. Le Fonds alimenté par des avoirs en sterling et visant surtout à éviter une hausse de la livre, semble avoir acheté sans cesse les devises étrangères qui lui étaient offertes en cédant de l'or à la Banque d'Angleterre. De mai 1932 à septembre 1933, l'encaisse-or de la banque, évaluée au pair, s'est élevée de 122 millions à 190 millions de livres. « Comme la banque ne pouvait pas acheter d'or sur le marché, l'or acquis par elle devait provenir du Fonds d'égalisation des changes, celui-ci agissant comme intermédiaire technique pour couvrir les pertes comptables que comportaient ces opérations »¹. Le mécanisme de compensation n'a donc pas été appliqué.

Après 1933, la technique de compensation a été utilisée de façon plus systématique afin de prévenir tout élargissement indésirable de la base interne du crédit. L'encaisse-or de la Banque d'Angleterre n'augmenta que très progressivement pour atteindre 200 millions de livres au début de 1936, « malgré les grandes quantités d'or, qui, croit-on, ont été acquises par le Fonds durant cette période. Le stock d'or de la Banque augmenta plus rapidement pendant les trois premiers trimestres de 1936 (de 47 millions de livres) en partie pour fournir aux banques un accroissement de réserves liquides en couverture de leurs dépôts plus importants et en partie pour compenser les sorties de billets de banque destinées à la thésaurisation étrangère. En décembre 1936, après le rembourse-

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 57.

ment d'un emprunt français de 40 millions de livres, le Fonds d'égalisation des changes semble s'être trouvé si dépourvu d'avoirs en sterling qu'il transféra 65 millions de livres d'or (au pair) à la Banque d'Angleterre. La majeure partie de ce transfert fut compensée par une réduction, de 60 millions de livres, de l'émission fiduciaire de la banque, la capacité compensatrice du Fonds d'égalisation des changes étant augmentée par le transfert d'un montant correspondant de titres d'Etat, du Département de l'émission de la banque au Fonds »¹. En juin 1937, la dotation du Fonds fut augmentée de nouveau de 200 millions de livres. L'encaisse-or de la Banque d'Angleterre s'accrut en 1937 de 15 millions de livres

En vertu de ce système, les mouvements de capitaux n'affectent la base interne du crédit que dans la mesure où les autorités monétaires, jugeant utile une augmentation des disponibilités des banques commerciales, transfèrent de l'or à la Banque d'Angleterre. La technique de compensation s'est ainsi peu à peu perfectionnée et la politique de neutralisation des mouvements de capitaux a été généralement reconnue comme un procédé à la fois utile et rationnel.

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 57.

CHAPITRE II

LES OPÉRATIONS DES BANQUES DE RÉSERVE FÉDÉRALE SUR LE MARCHÉ LIBRE

Aux Etats-Unis, les opérations des Banques de réserve fédérale sur le marché libre sont un procédé d'administration de la monnaie et du crédit que les dirigeants de la politique monétaire ont appliqué sur une échelle sans précédent dans l'histoire des banques d'émission. Le but et les moyens de la politique du marché libre ont subi d'ailleurs des modifications profondes depuis la constitution du Système de réserve fédérale en 1913 : d'un procédé de politique bancaire, visant alternativement à élargir et à restreindre le volume du crédit, les opérations sur le marché libre sont devenues l'instrument d'une immense expansion du crédit, effectuée par des achats de fonds d'Etat qui n'ont été suivis d'aucunes ventes. Cette modification du but et de l'ampleur de la politique du marché libre permet ainsi de distinguer deux phases principales dans l'évolution des opérations des Banques de réserve : depuis l'origine de cette politique jusqu'en octobre 1929 le but des opérations sur le marché libre était de procéder à une expansion et à une contraction alternées du crédit suivant les besoins de l'industrie et du commerce ; depuis 1930, par contre, les opérations

sur le marché libre sont devenues un instrument dont les dirigeants de la politique monétaire se sont servis exclusivement pour obtenir une expansion du crédit.

1. La politique du marché libre jusqu'en octobre 1929

Les achats et ventes de titres étaient pratiquées aux Etats-Unis déjà avant la constitution du Système de réserve fédérale en 1913. Les banques nationales américaines qui avaient le droit d'émettre les billets en contre-partie des fonds d'Etat achetaient souvent des titres quand leur portefeuille commercial déclinait, et inversement vendaient des titres quand augmentait leur portefeuille d'escompte. Aussi observait-on que les mouvements du portefeuille commercial et du portefeuille de titres d'Etat des banques nationales, surtout des banques hors de New-York dont les opérations étaient liées aux mouvements du marché des marchandises, s'effectuaient fréquemment en sens inverse l'un de l'autre¹. Toutefois, malgré le droit des banques nationales d'émettre des billets en contre-partie des valeurs d'Etat et de restreindre la circulation par les ventes de titres, les règles fondamentales de la politique du marché libre aux Etats-Unis n'ont été élaborées qu'après la constitution du Système de réserve en 1913.

La loi de 1913 sur les Banques de réserve fédérale, autorisant celles-ci à acheter et à vendre les fonds d'Etat sur le marché libre, s'est servie, dans la 14^e section, du terme « opérations sur le marché libre » dans deux sens

1. Cf. A. Aftalion, *Monnaie et industrie*, p. 91.

dont chacun s'applique à une autre sorte d'opérations qui diffèrent par les buts et par la technique. Au sens large du mot, ce terme englobe toutes les transactions des Banques de réserve autres que le réescompte d'effets de commerce par les banques affiliées¹, en particulier les achats et ventes de toutes les sortes de valeurs que les banques sont autorisées à acheter sur le marché libre ; au sens étroit du mot, ce terme s'applique seulement aux achats et ventes de fonds d'Etat. En outre, par ces opérations prises au sens large du mot, les Banques de réserve ne peuvent intervenir sur le marché que dans la mesure où les banques commerciales leur présentent les valeurs que la loi leur permet d'acheter. Par contre, les Banques de réserve effectuent les achats et ventes de fonds d'Etat de leur propre initiative. Les valeurs que les Banques de réserve achètent sur l'initiative du marché sont inscrites dans leur bilan au poste « effets achetés sur le marché libre », tandis que les achats et ventes de fonds d'Etat figurent au poste « titres du Gouvernement des Etats-Unis ». Une autre différence entre ces deux sortes d'opérations sur le marché libre consiste en ce que les achats d'effets que les banques commerciales apportent d'elles-mêmes aux Banques de réserve sont effectués à un taux d'intérêt dépendant du taux officiel de l'escompte, tandis que les achats et ventes de titres d'Etat sont par eux-mêmes un moyen d'action sur le taux d'intérêt et un instrument équivalent à la politique de l'escompte.

La mention officielle la plus ancienne des opérations

1. Les banques affiliées (*Member Banks*) sont les banques dont l'affiliation au Système de réserve fédérale est obligatoire en vertu de la loi de 1913 ; elles sont soumises au contrôle des Banques de réserve et ont des obligations particulières fixées par la loi.

sur le marché libre se trouve dans le premier rapport annuel du Système de réserve fédérale de 1915. L'importance des achats de titres y était cependant minime et leur signification était difficilement perceptible. Les dirigeants de la politique monétaire estimaient sans doute qu'il n'était guère nécessaire d'acheter des titres tant que le taux d'intérêt était bas et que la capacité de production était entièrement employée. Au cours des années 1916-1917, les Banques achetaient et vendaient des titres d'Etat pour compenser les effets que les transferts de l'argent au profit du Trésor public produisaient sur le marché monétaire. Comme politique régulière, les opérations sur le marché libre n'ont été appliquées pour la première fois qu'au printemps de 1922 ; comme politique systématique, dirigée par une commission centrale et tendant à contrôler le crédit, elles n'ont été employées qu'en avril 1923. C'est donc de cette époque que date l'« emploi scientifique »¹ des opérations sur le marché libre et que celles-ci deviennent un instrument de la politique du crédit des Banques de réserve.

L'ampleur des opérations sur le marché libre apparaît à l'examen du tableau suivant :

Principales opérations sur le marché libre

Date	Achat ou vente	Montant des achats ou ventes de titres en millions de dollars
Janvier 1922 — mai 1922	Achat	400
Juin 1922 — juillet 1923	Vente	525
Décembre 1923 — septembre 1924	Achat	510
Novembre 1924 — mars 1925	Vente	260
Avril 1925	Achat	65
Août 1925 — septembre 1926	Vente	80
Mai 1927 — novembre 1927	Achat	230
Janvier 1928 — avril 1929	Vente	405

1. R.G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, p. 67.

Les motifs qui pour la première fois ont déterminé les Banques de réserve à acheter des titres d'Etat ont été étrangers à la politique monétaire. Lorsqu'au printemps de 1922 l'afflux d'or a permis aux banques affiliées de diminuer leurs engagements à titre du réescompte auprès des Banques de réserve, celles-ci craignaient que leurs bénéfices ne parvinssent pas à couvrir les frais d'administration et le dividende habituel. Dans ces conditions, elles se sont efforcées de compenser la diminution des effets commerciaux par une augmentation d'autres valeurs productives d'intérêt et elles ont acheté, suivant leur propre initiative et sans avoir l'intention d'agir sur le volume du crédit, les fonds d'Etat sur le marché libre. A leur grand étonnement, les Banques de réserve n'ont pas tardé à constater que plus elles achetaient de fonds d'Etat, moins les banques affiliées leur présentaient d'effets au réescompte : elles remplaçaient les disponibilités qu'elles se procuraient auparavant par le réescompte d'effets commerciaux, par les avoirs qu'elles pouvaient désormais obtenir en vendant les titres aux Banques de réserve. Leur endettement à titre de réescompte auprès des Banques de réserve fut ainsi réduit de 1.000 millions à 400 millions de dollars et elles furent à même de consentir de nouvelles avances. D'autre part, les Banques de réserve s'aperçurent alors qu'elles avaient le pouvoir d'agir sur l'encaisse des banques affiliées et d'introduire ainsi de nouveaux instruments monétaires en circulation.

Le danger que ces achats fortuits de titres d'Etat par certaines Banques de réserve faisaient courir à l'économie monétaire du pays était manifeste. Les partisans d'un contrôle centralisé du crédit et en particulier le Minis-

tère des Finances, voyant dans ces achats non dirigés la cause principale des troubles survenus sur le marché n'ont donc pas eu beaucoup de peine à persuader les dirigeants de la politique monétaire de réglementer et d'organiser les opérations sur le marché libre. Dans ces conditions, on a créé, en juin 1922, la commission du marché libre (*Open Market Committee*), composée de quatre et plus tard de cinq gouverneurs de Banques de réserve et chargée de diriger les achats et ventes de fonds d'Etat. D'achats fortuits de titres d'Etat, les opérations sur le marché libre se sont transformées en instrument de politique monétaire.

Le pas suivant vers une organisation de la politique du marché libre a été fait en avril 1923 lorsque les dirigeants du Système de réserve ont énoncé les principes que devait suivre, dans ses interventions, la commission du marché libre. D'après ce règlement, il fallait, pour déterminer le temps, la manière, le caractère et l'ampleur des achats et des ventes de titres, tenir compte principalement des besoins du commerce et de l'industrie et des conséquences que ces opérations devaient avoir sur le crédit¹. Ces principes étaient loin d'être précis et clairs mais ils ont eu le mérite de rendre impossibles désormais les achats de titres par les Banques de réserve en vue d'accroître leurs bénéfices.

Après la création de la commission du marché libre et la déclaration de principe de la nouvelle politique, les Banques de réserve ont eu tout d'abord recours aux opérations sur le marché libre pour procéder à une restriction du crédit. La reprise économique qui s'est produite en 1922 avançait en effet si rapidement qu'elle suscitait

1. Federal Reserve Board, *Annual Report*, 1923, p. 16.

dans certains milieux des craintes d'inflation. Les Banques de réserve ont alors adopté une politique inverse, et après avoir élevé le taux d'escompte, elles ont vendu, d'avril à novembre 1923, des fonds d'Etat sur le marché libre. Ces mesures ont eu dans l'ensemble des effets contraires à ceux des achats de titres en 1922 : les banques affiliées adressèrent de nouveau des demandes de réescompte aux Banques de réserve et le taux officiel de l'escompte redevint effectif.

Au début de l'année 1924, la politique du marché libre a été de nouveau renversée. Depuis la fin de 1923 jusqu'en automne de 1924, les Banques de réserve se sont efforcées de pratiquer la politique du crédit abondant et à bon marché avec beaucoup plus d'énergie qu'à tout autre époque avant 1930. Le taux d'intérêt est alors tombé au niveau le plus bas qui ait été enregistré depuis la constitution du Système de réserve fédérale. Au cours de la première moitié de 1924, cette politique a été facilitée par un accroissement de l'encaisse-or des banques, mais dans la seconde moitié de l'année la réserve d'or a diminué dans une telle mesure que l'exportation d'or a dépassé cette année l'importation du métal jaune. La politique du crédit des Banques de réserve ne dépendait donc pas des mouvements d'or et des variations de leur encaisse.

Depuis 1925, le rôle des Banques de réserve a été moins important qu'au cours des années précédentes. L'élargissement du volume du crédit a été dû à l'augmentation des opérations de réescompte d'effets commerciaux et le portefeuille de titres d'Etat est resté, après une certaine baisse, à un niveau stable.

Lorsqu'a diminué, au cours de la première moitié de

1927, le réescompte des effets de commerce et que le volume total du crédit s'est rétréci au niveau le plus bas enregistré depuis 1924, les Banques de réserve ont réduit les taux d'escompte et ont recommencé à acheter des fonds d'Etat sur le marché libre, inaugurant ainsi, pour la seconde fois depuis 1922, une politique de l'argent abondant et à bon marché. Mais la situation économique aux Etats-Unis s'est entre temps modifiée et les opérations sur le marché libre ont été arrêtées au mois de novembre. Ce revirement est expliqué, dans le rapport annuel du Système de réserve pour l'année 1927, par les dangers que la spéculation faisait courir à l'économie du pays en utilisant les crédits qui avaient été créés par le système bancaire afin de satisfaire aux besoins du commerce et de l'industrie. Dans ces conditions, les Banques de réserve ont abandonné la politique d'aisance monétaire et se sont efforcées de restreindre le crédit servant à financer la spéculation. De janvier à juin 1928, les taux d'escompte des Banques de réserve se sont élevés de 3 1/2 à 6 % et leur portefeuille de titres d'Etat a diminué de 600 millions à 250 millions de dollars, tandis que l'exportation d'or au cours de la première moitié de l'année a causé, à la fin de l'année, une baisse de 274 millions de dollars dans le montant total de l'or susceptible de servir à des fins monétaires. Les taux d'intérêt se mirent à monter à la fin de l'année 1928, atteignant 5 1/2 % pour les effets de commerce, 8 % pour l'argent au jour le jour et 7 3/4 % pour les avances sur titres. Malgré ce renchérissement du crédit, la hausse des valeurs à la bourse a cependant continué et le volume des avances des *brokers* s'est élargi de nouveau. Au début de 1929, les Banques de réserve ont commencé à exercer une pression

directe sur les banques affiliées dont on savait qu'elles consentaient des prêts aux spéculateurs. Au cours de l'année, elles élevèrent les taux d'escompte jusqu'à 6 % (le 9 août à New-York), faisant comprendre en même temps qu'elles ne voulaient pas renchérir le loyer de l'argent pour l'industrie et le commerce, mais seulement qu'elles cherchaient à rendre plus difficile l'afflux d'argent à la bourse des valeurs. Les ventes de fonds d'Etat par les Banques de réserve furent alors limitées par suite de l'insuffisance de leur portefeuille de titres. Dans le rapport annuel de 1929, la situation est ainsi décrite : « Le problème consistait alors à trouver des moyens appropriés par lesquels le volume grandissant du crédit servant à financer les opérations sur les bourses de valeurs pourrait être contrôlé et que l'ordre pourrait être sauvegardé sans provoquer une pression sur le crédit commercial et industriel. Comme le portefeuille de fonds d'Etat du Système de réserve était pratiquement épuisé par les ventes faites au cours de la première moitié de 1928, il fallut, pour renchérir le crédit, recourir surtout à une nouvelle élévation des taux d'escompte des Banques de réserve... ». Dans ces conditions, les opérations sur le marché libre n'ont pas été un procédé susceptible d'exercer une action importante sur le mouvement du taux d'intérêt et le volume du crédit.

Cet aperçu des achats et des ventes de fonds d'Etat par les Banques de réserve montre les principes de la politique du marché libre au cours des années 1923-1929. Le but de ces opérations était d'élargir le volume du crédit lorsque l'industrie et le commerce avaient besoin d'argent abondant et à bon marché, et de le restreindre lorsque l'activité de l'industrie et du commerce atteignait

un niveau que l'on jugeait excessif. D'autre part, les achats et les ventes de fonds d'Etat, malgré leur concordance avec les modifications des taux officiels de l'es-compte, formaient dès le début un instrument autonome de la politique du crédit des Banques de réserve. Enfin, la signification et l'ampleur des opérations sur le marché libre étaient avant 1930 conformes aux règles généralement reconnues de politique monétaire car les achats de titres étaient alternés de ventes.

Le premier principe de la politique du marché libre était donc de procéder à une expansion et à une contraction alternées du crédit suivant les besoins de l'économie nationale. « Le Système de réserve fédérale s'est efforcé de renchérir le loyer de l'argent lorsque l'industrie et le commerce ont revêtu une grande activité, et de le rendre à meilleur marché lorsque l'industrie et le commerce se sont trouvés déprimés » : c'est dans ces termes que la commission chargée de faire une enquête sur les récents changements économiques, présidée par Herbert Hoover et convoquée en 1929, a expliqué le principe de la politique du marché libre ¹. En effet, la politique d'expansion du crédit, inaugurée au printemps de 1922, n'était pas poursuivie d'une manière continue. Le volume du crédit fut élargi au cours des années 1922, 1924 et 1927, tandis que ce mouvement fut renversé en 1923 et 1926.

Suivant le second principe de la politique du marché libre avant 1930, il fallait considérer les achats et les ventes de titres par les Banques de réserve comme un instrument autonome de politique du crédit, indépendant des autres procédés dont se servaient les banques pour

1. *Report of the Committee on Recent Economic Changes of the President's Conference on Unemployment*, vol. II, p. 704.

agir sur le marché monétaire. Il était en effet manifeste dès le début de cette politique qu'il fallait envisager le but et les effets des achats et des ventes de titres indépendamment des moyens, comme le taux d'escompte ou la pression directe sur les banques affiliées, dont disposaient les Banques de réserve pour agir sur le marché monétaire. Le gouverneur de la Banque de réserve de New-York, Benjamin Strong, qui a exercé une grande influence sur la pratique des opérations, jugeait le rapport de la politique de l'escompte et de la politique du marché libre dans les termes suivants : « Les opérations sur le marché libre sont destinées, dirais-je, à débayer le chemin pour un changement des taux d'escompte. Malheureusement, il m'a toujours semblé que le pays attachait sentimentalement une importance exagérée à une modification du taux d'escompte. Une élévation du taux risque en effet d'agir comme un coup de marteau sur la confiance et la sécurité du crédit... Cette réaction a été souvent modifiée dans une large mesure par les opérations sur le marché libre. Si certaines considérations poussent les Banques de réserve à rendre un peu plus difficile l'obtention du crédit, il est plus efficace — nous l'avons vu par expérience — de commencer à vendre les fonds d'Etat. L'effet est moins dramatique et moins alarmant pour le pays »¹.

Des deux principaux instruments de la politique du crédit, les opérations sur le marché libre étaient donc plus importantes que les variations du taux d'escompte. En effet, l'action des achats et des ventes de titres était à la fois plus rapide et plus efficace que celle des modifications du taux d'escompte. Elle était plus rapide parce que les ventes de titres, par exemple, diminuaient les

1. Cf. J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, p. 258.

dépôts de garantie que les banques affiliées gardaient auprès des Banques de réserve. Dans ces conditions, les banques affiliées élevaient le taux d'intérêt du papier commercial et adressaient des demandes de réescompte aux Banques de réserve qui augmentaient alors leurs taux d'escompte. L'ordre de succession était donc :

1. ventes ou achats de titres par les Banques de réserve ;
2. diminution ou augmentation des dépôts de garantie des banques affiliées auprès des Banques de réserve, variation consécutive du taux d'intérêt du papier commercial et modification du volume du crédit ;
3. augmentation ou diminution des opérations de réescompte des banques affiliées auprès des Banques de réserve et modifications appropriées des taux officiels de l'escompte¹.

D'autre part, l'action des achats et ventes de titres était plus efficace que celle des variations du taux d'escompte parce que le taux auquel les banques affiliées réescomptaient les effets de commerce auprès des Banques de réserve était souvent nominal. Une baisse du taux d'escompte n'était pas toujours suivie d'une augmentation des opérations de réescompte et d'un élargissement du volume du crédit car les banques affiliées avaient souvent des moyens propres suffisants pour ne pas être obligées de s'adresser aux Banques de réserve. De même, un relèvement du taux d'escompte n'était pas accompagné, en règle générale, par une diminution des opérations de réescompte d'effets commerciaux ; au contraire, les banques affiliées dont l'encaisse a diminué par suite de l'exportation d'or ou pour d'autres raisons, adressaient souvent aux Banques de réserve des demandes de réescompte sans tenir compte de la hausse du taux d'es-

1. Cf. A. Aftalion, *op. cit.*, p. 93.

compte. Par contre, les achats et les ventes de fonds d'Etat qui agissaient directement sur les disponibilités des banques affiliées, augmentaient ou diminuaient leur encaisse et exerçaient ainsi une influence directe sur leur aptitude à consentir de nouveaux prêts.

Suivant le troisième principe de la politique du marché libre, l'on considérerait les achats et les ventes de titres comme un procédé conforme aux règles généralement reconnues de politique monétaire. Pour faire apparaître la véritable nature de la politique du marché libre de 1923 à 1929, il suffit de comparer ces opérations à celles qui leur ont succédé après 1930. Le but que se proposait la politique du marché libre avant 1930 était de procéder à une expansion alternant avec une contraction du crédit ; depuis lors, elle cherchait à effectuer une expansion du crédit qui n'a pas été suivie d'une contraction. D'autre part, l'ampleur des opérations sur le marché libre a été incomparablement plus grande depuis 1931 qu'au cours de la période antérieure : tandis que le portefeuille de fonds d'Etat ne représentait en 1929 que 12 % (511 millions de dollars) du montant total de l'actif des Banques de réserve, il atteignit en 1933 2.431 millions de dollars, soit un tiers de l'actif. Les achats et ventes de titres qui étaient, avant 1930, un simple procédé de politique bancaire sont ainsi devenus un instrument de politique d'expansion unilatérale du crédit, destinée à procurer au Gouvernement les moyens nécessaires pour couvrir les déficits budgétaires de l'Etat et pour financer l'exécution de travaux publics. Cette évolution récente de la politique du marché libre sera l'objet d'une analyse plus détaillée dans la seconde section de ce chapitre.

2. La politique du marché libre depuis 1930

Après le krach boursier d'octobre 1929, la politique des Banques de réserve s'est profondément modifiée en comparaison avec celle pratiquée au cours des précédentes années. Les achats et les ventes de titres n'ont plus eu désormais pour but une expansion et une contraction alternées du crédit, mais la politique du marché libre est devenue, de 1930 à 1933, un instrument d'expansion unilatérale du crédit. Cette modification n'a pas été cependant une transformation subite, mais au contraire le résultat d'une longue évolution.

LES OPÉRATIONS SUR LE MARCHÉ LIBRE DANS LES ANNÉES 1930-1933

Les opérations sur le marché libre ont été le principal instrument de la politique du crédit des Banques de réserve au cours des années 1930-1933. Des trois principaux instruments dont se peut servir l'institut d'émission pour augmenter la circulation des billets et élever le montant de l'encaisse des banques commerciales, base de la création de la monnaie scripturale, les Banques de réserve se sont vues obligées d'utiliser principalement les achats de fonds d'Etat. Tout d'abord, les Banques ne pouvaient pas élargir le volume des instruments monétaires par les achats d'or ou le réescompte d'effets commerciaux car ces deux procédés ne dépendaient pas de leur initiative, mais de la demande du marché monétaire et des mouvements d'or, déterminés alors par des raisons d'ordre psychologiques et par la spéculation.

D'autre part le programme d'expansion monétaire, qui était vraiment le seul élément commun de la politique économique suivie par le Président Hoover et par son successeur Roosevelt, était déterminé, dans une large mesure, dès juin 1931, par le financement des déficits budgétaires de l'Etat. Dans ces conditions, les achats de fonds d'Etat ont joué un rôle important dans la politique monétaire au cours des années 1930-1933. Par contre, dès le début de l'année 1934, le portefeuille de fonds d'Etat des Banques de réserve est resté stationnaire et l'expansion monétaire dépendait de l'afflux d'or aux Etats-Unis.

Pour avoir une idée approximative de l'ampleur des opérations sur le marché libre et de l'importance respective des achats de titres en comparaison avec le mouvement de l'encaisse-or et du réescompte d'effets commerciaux, considérons le tableau suivant :

La situation monétaire de 1929 à 1937

Fin de : (En millions de dollars)	Banques de réserve fédérale					Banques affiliées
	Encaisse or a)	Fonds d'Etat	Prêts, avances et escomptes en faveur d'autres personnes que l'Etat	Billets en circulation	Dépôts à vue	Dépôts à vue
1929	2.857	511	1.025	1.910	2.414	18.862
1930	2.941	729	615	1.664	2.517	17.502
1931	2.989	817	977	2.624	2.125	14.955
1932	3.223	1.855	268	2.739	2.561	13.393
1933	3.569	2.437	231	3.288	2.865	13.442
1934	5.143	2.430	27	3.247	4.405	16.774
1935	7.571	2.431	42	3.709	6.386	20.175
1936	8.865	2.430	31	4.284	7.109	23.299
1937 b)	9.130	2.564	34	4.283	7.535	...

a) Nouvelle parité depuis 1934.

b) Situation au 29 décembre 1937.

Malgré une augmentation considérable de l'encaisse-or des Banques de réserve au cours des années 1929-1933, le fait le plus saillant, à la base même de l'expansion du crédit, est donc l'accroissement du portefeuille de titres, amené par les opérations d'une envergure inconnue jusqu'alors sur le marché libre.

Cet accroissement du portefeuille de titres des Banques de réserve n'était cependant ni régulier ni continu car la politique du Système était beaucoup plus complexe que ne le fait apparaître l'examen du tableau ci-dessus. Pour avoir une idée plus précise de la politique du marché libre, il faut donc passer en revue les diverses tentatives que les Banques de réserve ont faites pour élargir le volume des instruments monétaires par les achats de fonds d'Etat. Les principales opérations effectuées par le Système de réserve peuvent être résumées ainsi :

Principales opérations sur le marché libre

Date	Achat ou vente	Montant des achats ou ventes de titres en millions de dollars
Octobre 1929 — décembre 1930 ...	Achat	560
Juin 1931 — août 1931	Achat	130
Mars 1932 — août 1932	Achat	1.110
Février 1933 — novembre 1933....	Achat	670
Avril 1937	Achat	96
Novembre 1937.....	Achat	38

Après le krach boursier, les Banques de réserve sont revenues en octobre 1929 à la politique de l'argent abondant et à bon marché. Les taux d'escompte furent successivement diminués de 6 à 4 1/2 % en décembre 1929, à 4 % en février et à 3 % en mai 1930. Le portefeuille de fonds d'Etat s'éleva, d'octobre 1929 à mars 1930, de

154 millions à 540 millions de dollars. Cette première tentative d'expansion du crédit et de réduction du taux d'intérêt s'est arrêtée cependant en mars 1930. Les motifs pour lesquels les dirigeants de la politique monétaire ont interrompu les achats de titres font l'objet de conjectures contradictoires. Les uns estiment que la politique du marché libre d'octobre 1929 à mars 1930 était tardive et timorée, d'autres assurent qu'il n'était guère possible de rendre le crédit plus abondant et à meilleur marché à un moment où les abus de la spéculation faisaient courir de graves dangers à l'économie nationale. C'est ainsi que S.-E. Harris remarque que les autorités craignaient alors que l'abondance du crédit et la diminution du taux d'intérêt ne produisent à la bourse des valeurs un regain de spéculation et un nouveau krach que l'on aurait pu leur reprocher. « Il est permis de conclure que ceux qui pensent que les opérations sur le marché libre, effectuées en vue de stimuler une reprise des affaires, stimulent en même temps une reprise dangereuse de la spéculation et peut-être une hausse prématurée sur le marché des valeurs, ont tout autant raison que ceux qui pensent que les opérations en 1929-1930 étaient spasmodiques et timides »¹. D'autres économistes estiment par contre, que le danger de spéculation était moins à craindre que la déflation et la dépression. « La politique de l'argent cher est enfin parvenue au but qu'elle se proposait : elle a arrêté la spéculation en arrêtant la prospérité », dit M. Hawtrey² en ajoutant : « La prospérité n'était pas construite sur l'inflation, mais elle pouvait

1. *Twenty Years of Federal Reserve Policy*, vol. II, p. 628.

2. *The Art of Central Banking*, p. 77, 81 et 242.

être brisée par la déflation, et la déflation a été enfin inaugurée avec succès. C'est le signe propre de la déflation qu'il faut, avant qu'elle ne se manifeste, exercer une pression longue et ininterrompue sur le crédit, mais que, lorsqu'elle se manifeste, elle continue avec sa propre force d'inertie. Si la pression sur le crédit continue à s'exercer quand la déflation a déjà commencé, l'effet de la déflation est plus fort et la dépression qui en résulte devient plus grave encore. L'hésitation des Banques de réserve à réduire le taux d'escompte et à relâcher le crédit dès que la crise d'octobre fut passée, a été une erreur. Une action rapide était indispensable alors pour empêcher le pessimisme de se généraliser et pour empêcher de se clore le cercle vicieux de la déflation ... Même dans le cas d'une très grave dépression, on peut, pour de notables raisons, estimer qu'il est possible de raviver la demande par un excédent *suffisant* d'instruments monétaires oisifs ». Quoiqu'il en soit, c'est un fait que le portefeuille de fonds d'Etat des Banques de réserve n'a accusé, de mars à décembre 1930, qu'une augmentation négligeable, en partie de caractère saisonnier, de 100 millions de dollars et qu'il ne s'est accru de nouveau qu'en juin 1931.

La seconde tentative des Banques de réserve pour pratiquer la politique du marché libre a été faite de juin à août 1931. Les achats de fonds d'Etat étaient alors nécessaires, dans une large mesure, pour parer aux répercussions que les événements d'Europe, la crise bancaire en Europe centrale et en Allemagne et la crise financière en Angleterre, avaient sur l'économie américaine. Dans ces conditions, le volume du réescompte des banques affiliées auprès des Banques de réserve s'élargit et les Banques achetèrent, de juin à août, pour 130 millions de

dollars de fonds d'Etat. Ces mesures se sont cependant montrées bientôt insuffisantes et les Banques, au lieu de continuer leur politique d'expansion, ont renoncé pour la seconde fois depuis 1929 aux opérations sur le marché libre. « Une perte d'or de 500 à 600 millions de dollars environ et le retrait de 600 millions de billets en l'espace de quelques mois justifient certainement la politique des Banques de réserve qui obligèrent alors le marché monétaire à se procurer le crédit à des taux élevés », dit S.-E. Harris dans son exposé des opérations sur le marché libre se rapportant à cette période¹. Des centaines de banques ont alors fermé leurs guichets et les banques dont la situation restait relativement saine, demandaient des taux plus élevés qu'auparavant afin de sauvegarder leur liquidité. « Le maintien des conditions de l'argent abondant et à bon marché, au milieu des troubles mondiaux, aurait constitué un défi à la responsabilité de maintenir les paiements-or et aurait amené dans la suite des catastrophes plus grandes »². Cette justification de l'arrêt des achats de fonds d'Etat en automne 1931 ne paraît cependant pas aujourd'hui aussi probante qu'elle le semblait au moment même et l'*Economist*, avec le recul du temps qui permet de mieux formuler des jugements sur l'histoire contemporaine de la monnaie³, n'hésite pas à appeler les quatre mois compris entre novembre et février 1932, au cours desquels les Banques de réserve n'ont pas remplacé par de nouveaux achats les fonds d'Etat venus à échéance, la période de déflation la plus violente de toute la crise mondiale.

1. *Op. cit.*, vol. II, p. 630.

2. S.E. Harris, *op. cit.*, vol. II, p. 630.

3. 3 octobre 1936, supplément *The New Deal*, p. 13.

La troisième tentative d'expansion du crédit par les achats de titres sur le marché libre a commencé en mars 1932. La politique « agressive » du marché libre revêtant une ampleur sans précédent a été préparée au début de 1932 par une modification très importante de la loi constitutive des Banques de réserve. D'après la loi de 1913, celles-ci étaient autorisées à acheter des titres d'Etat, mais elles n'avaient pas le droit d'utiliser ces titres pour gager les billets de banque qu'elles émettaient. Comme on le sait, les Banques de réserve devaient détenir, comme couverture de leurs billets, une réserve de 40 % en or, le reste étant couvert par des effets acceptables sous forme d'escompte ou par des acceptations achetées sur le marché libre. Par contre, les Banques pouvaient utiliser les fonds d'Etat comme couverture de leurs dépôts pourvu que ceux-ci aient déjà été garantis par une réserve d'or de 35 %. Ces prescriptions légales présentaient au début de 1932 un double inconvénient. Tout d'abord, le droit des Banques d'acheter des fonds d'Etat était limité en ce sens qu'elles n'étaient pas en mesure d'émettre des billets de banque en contre-partie des achats de titres. Une des raisons pour lesquelles les Banques ont pendant l'été 1931 renoncé à continuer la politique d'expansion du crédit a été justement la restriction que la loi de 1913 leur imposait quant à la couverture de leurs billets. D'autre part, la législation existante n'était pas à même d'empêcher que les retraits de crédits à court terme transférés à l'étranger n'entraînaient une déflation de crédits bancaires à l'intérieur du pays. En effet, l'expansion monétaire à l'intérieur du pays était alors limitée par la quantité d'« or libre » disponible dans le Système, cet or n'étant nécessaire ni

pour les réserves ni à titre de garantie collatérale. Certes, les Banques de réserve pouvaient substituer les effets de commerce à l'or comme garantie collatérale des billets en circulation. En fait, cependant, cette substitution n'était pas possible parce que le montant des effets de commerce éligibles était tombé à un chiffre très bas par suite du ralentissement du commerce. Dans ces conditions, la quantité existante d'or libre limitait la mesure dans laquelle les Banques de réserve pouvaient, au moyen d'opérations sur le marché libre, permettre aux banques affiliées de faire face à une demande extérieure d'or ou à une demande intérieure de monnaie, sans augmenter le montant de leur dette auprès des Banques de réserve. Il fallait donc augmenter la quantité d'or libre disponible dans le Système et permettre aux Banques de réserve d'élargir le volume d'instruments monétaires en achetant des titres d'Etat sur le marché libre.

Les limitations imposées à la politique du marché libre ont été supprimées par la loi Glass-Steagall du 27 février 1932 qui a autorisé les Banques de réserve à comprendre dans leurs réserves, à titre de garantie collatérale, les obligations du Gouvernement des Etats-Unis. Cet amendement à la loi de 1913 a permis aux Banques de réserve de disposer, pour les envois à l'étranger, d'une plus grande partie de leur or et de poursuivre des opérations sur le marché libre d'une grande envergure.

L'ampleur des achats de fonds d'Etat par les Banques de réserve et l'utilisation de l'accroissement de leur portefeuille de titres apparaissent à l'examen du tableau suivant :

Opérations sur le marché libre de février à juin 1932

Fin de :	Portefeuille des banques de réserve		Encaisse-or des banques de réserve	Effets escomptés par les banques de réserve	Billets des banques de réserve en circulation	Dépôts à vue des banques affiliées auprès des banques de réserve
	En fonds d'Etat	En effets de commerce				
	En millions de dollars					
1932						
Février ...	740	109	4.353	828	5.604	1.849
Juin	1.784	67	3.919	440	5.695	1.982
Modification	+1.044	—42	—434	—388	+ 91	+133

Les achats les plus importants eurent lieu en avril, mai et juin et ils se manifestèrent par un accroissement de plus de 1.000 millions de dollars du portefeuille de fonds d'Etat des Banques. Le tableau indique également ce que devint ce crédit : tout d'abord, les achats de titres compensèrent la diminution de l'encaisse-or (434 millions) et augmentèrent la circulation des billets de banque (91 millions); d'autre part, plus de 500 millions de dollars, soit environ la moitié du crédit créé par les achats de titres, passèrent aux banques affiliées qui en utilisèrent 388 millions pour réduire leur endettement à titre de réescompte auprès des Banques de réserve et 133 millions pour augmenter leurs dépôts de garantie. Toutefois, malgré cette augmentation de l'encaisse des banques affiliées, le montant des dépôts à vue continua à décroître pendant cette période bien que le rythme de la contraction se soit beaucoup ralenti; la diminution des dépôts, surtout en juin, semble pouvoir être attribuée

aux sorties d'or, aux faillites des banques et à la thésaurisation de la monnaie ¹.

Après ces achats de grande envergure, les Banques de réserve ont interrompu les opérations sur le marché libre en maintenant le portefeuille de titres d'Etat à un niveau qui n'a pas accusé de variations sensibles jusqu'à la fin de l'année 1932. Les exportations d'or se sont arrêtées en juin, et depuis juillet, l'encaisse-or du Système a recommencé à s'accroître. Peut-être les dirigeants de la politique monétaire considéraient-ils que l'augmentation de l'encaisse-or rendait inutiles de nouveaux achats de titres d'Etat. Le but que poursuivait alors la politique monétaire était d'augmenter, par l'accroissement des dépôts de garantie, l'encaisse des banques affiliées et de les inciter ainsi à créer de la monnaie scripturale. En fait, l'excédent des réserves ² des banques affiliées est passé de 44 millions en février à 234 millions de dollars en juin et à 525 millions en décembre 1932. Comme les Banques de réserve désiraient sans doute maintenir l'excédent des réserves des banques affiliées au niveau atteint en décembre 1932, elles vendirent en janvier 1933 pour 90 millions de dollars de titres d'Etat.

Les opérations sur le marché libre en 1932 avaient-elles réussi ? « Tout dépend de ce que l'on appelle succès. Personne ne peut raisonnablement soutenir que ces opérations de grande envergure n'aient pas contribué à rendre plus aisée la situation monétaire et n'aient permis de ralentir l'allure de la liquidation. Dans ce sens, ces opérations ont certainement été couronnées de succès.

1. Cf. Société des Nations, *Banques commerciales, 1925-1933*, p. 278.

2. *Excess reserves*, c'est-à-dire l'excédent des réserves des banques affiliées au-dessus du minimum légal.

Si cependant l'on prend pour critère les déclarations publiques que Rogers, Hawtrey et beaucoup d'autres économistes ont faites au cours des années 1929-1931, je dois dire que ces opérations ont manifestement échoué. L'encaisse des banques s'est accrue à un degré qui n'a pas correspondu aux espoirs que l'on avait formés et les banques n'ont pas cherché à utiliser ces fonds additionnels, le public ne manifestant nul vif désir de s'en servir »¹. Par contre, M. Hawtrey remarque, indépendamment de la critique américaine précédemment citée, qu'il n'était pas possible de déclarer *a priori* que les 500 millions de dollars, dont s'accrut l'excédent des réserves des banques affiliées, auraient suffi pour assurer une expansion du crédit. L'expérience a montré qu'il n'en a pas été ainsi². En effet, malgré l'ampleur des opérations effectuées au printemps de 1932 et malgré l'accroissement de l'encaisse-or des Banques de réserve, la situation économique ne s'est pas améliorée, l'indice de la production industrielle baissait et le système bancaire souffrait d'une crise qui a atteint son point culminant lors de la proclamation des vacances bancaires en mars 1933.

La quatrième tentative d'expansion du crédit par les achats de fonds d'Etat a été faite de février à novembre 1933. Au début de l'année, la situation du marché monétaire était assez aisée : c'est ainsi par exemple que les Banques de réserve ne remplacèrent point par de nouveaux achats sur le marché libre les titres venus à échéance et leur portefeuille de fonds d'Etat diminua ainsi de 70 millions de dollars. Toutefois, malgré cer-

1. S.E. Harris, *op. cit.*, vol. II, p. 699.

2. *Trade Depression and the Way Out*, p. 58 et suiv.

tains signes apparents d'une amélioration, les faillites des banques étaient de plus en plus nombreuses et les retraits des dépôts étaient de plus en plus massifs. Au milieu de février, la situation devint critique, et lorsque de nouvelles banques importantes furent déclarées en faillite et que la panique se propagea dans le pays tout entier, le Président Roosevelt, étant entré en fonction, proclama un moratoire bancaire général (4 mars). Dans ces conditions, les Banques de réserve furent obligées d'élargir le volume des instruments monétaires par le réescompte des effets commerciaux et par les achats de titres sur le marché libre¹. Au cours des deux premières semaines de février, cette expansion monétaire s'effectua notamment par les achats de titres, mais dès le début de la troisième semaine les banques affiliées présentèrent aux Banques de réserve de si nombreux effets de commerce que les opérations de réescompte atteignirent au début de mars le niveau le plus élevé depuis 1921. Par contre, au cours des semaines suivantes, l'importance des achats de titres fut plus grande que celle du

1. Le mouvement du volume du crédit des Banques de réserves ressort du tableau suivant :

En millions de dollars	Portefeuille des banques de réserve		Effets escomptés par les banques de réserve	Total des crédits des banques de réserve a)
	En fonds d'Etat	En effets de commerce		
1 ^{er} février .	1.764	31	269	2.075
8 février ..	1.784	31	253	2.085
15 février .	1.809	31	286	2.136
21 février ..	1.834	174	327	2.351
1 ^{er} mars...	1.836	384	712	2.936
1 mars ...	1.881	417	1.414	3.644

a) Y compris certains postes de peu d'importance non indiqués à part.

réescompte des effets de commerce¹. Après une semaine de vacances bancaires, les banques commencèrent, dès le 13 mars, à ouvrir leurs guichets, et se servirent de l'argent que les déposants avaient retiré dans les jours de panique et qu'ils déposaient de nouveau dans les banques, pour liquider leurs engagements auprès des Banques de réserve : en novembre 1933, le réescompte tomba à 110 millions, chiffre le plus bas enregistré depuis la constitution du Système de réserve fédérale. Par contre, après une attente de deux mois, les Banques de réserve recommencèrent à acheter des fonds d'Etat sur le marché libre en augmentant leur portefeuille, du 26 avril au 16 août, de plus de 220 millions de dollars. Au cours de la seconde moitié d'août, les Banques se mirent à accélérer leurs achats, achetant chaque semaine, jusqu'à la fin d'octobre, pour 35 millions de dollars de fonds d'Etat. Au début de novembre, elles ralentirent les achats de titres et elles les ont interrompus complètement au milieu

1. Le volume du crédit des Banques de réserve, les billets en circulation et les dépôts de garantie des banques affiliées accusaient de mars à novembre le mouvement suivant :

En millions de dollars	Portefeuille des banques de réserve		Effets es-comptés par les banques de réserve	Billets en circulation des banques de réserve	Dépôts à vue des banques affiliées auprès des banques de réserve
	En fonds d'Etat	En effets de commerce			
4 mars	1.856	417	1.432	7.485	1.904
29 mars	1.838	310	545	6.353	1.987
26 avril	1.837	177	385	5.994	2.136
24 mai	1.862	43	312	5.795	2.219
21 juin	1.995	9	222	5.696	2.205
19 juill.	2.017	10	163	5.708	2.289
16 août	2.059	7	166	5.612	2.371
14 sept.	2.203	7	133	5.602	2.542
12 oct.	2.344	7	119	5.673	2.567
9 nov.	2.430	7	112	5.673	2.978

du mois. Depuis cette date jusqu'en avril 1937, le portefeuille de fonds d'Etat des Banques de réserve n'a accusé aucune variation.

Ces opérations sur le marché libre eurent pour résultat une diminution du réescompte d'effets commerciaux et une augmentation de l'excédent des réserves qui atteignit, au début de novembre, 850 millions de dollars, chiffre inconnu jusqu'alors. Le taux d'intérêt accusa une tendance à la baisse ; le taux d'escompte de la Banque de réserve de New-York qui était 2,82 % pendant le premier trimestre, fléchit à 2,10 % pendant le dernier trimestre de 1933 et se maintint à 1,50 % depuis le second trimestre de 1934 ; l'intérêt des bons du Trésor tomba de 0,91 % pendant le premier trimestre de 1933 à 0,43 % pendant les trois derniers mois de la même année et pendant ce même laps de temps le taux des effets de commerce fut réduit de 1,92 à 1,29 %.

Le début de la politique d'argent à bon marché coïncide ainsi avec les achats de titres d'Etat effectués par les Banques de réserve en une période où la diminution de l'encaisse-or menaçait de démolir la structure du crédit et qu'il fallait de nouveaux moyens pour financer les déficits budgétaires de l'Etat. La politique du marché libre était donc, au cours de ces années, la base de l'expansion monétaire. « Il est difficile de dire, déclare un document officiel, quel aurait été le cours de la dépression si le Système de réserve fédérale n'avait pas poursuivi une politique d'achats libéraux sur le marché libre qui a ainsi aidé les banques à faire face aux retraits extraordinaires et à élever plus tard, à un montant sans précédent, leurs excédents de réserves. Cette politique, jointe à une diminution des taux d'escompte, fut un

facteur important de la baisse générale du taux d'intérêt à un niveau extrêmement bas. Quoique ce crédit n'ait pas été effectivement utilisé dans les affaires, il semble que le maintien, par les opérations sur le marché libre, d'un volume substantiel d'excédents de réserves ait aidé à arrêter le puissant mouvement de déflation et qu'il ait ainsi créé des conditions propres à une reprise économique »¹.

L'EXPANSION MONÉTAIRE DANS LES ANNÉES 1933-1936

L'expansion monétaire, qui, jusqu'à la fin de 1933, reposait sur les achats de titres par les Banques de réserve, a été basée, après la stabilisation provisoire du dollar en janvier 1934, sur l'afflux d'or aux Etats-Unis. Comme les mouvements de capitaux ont alors suivi un courant inverse et que l'or affluait de nouveau aux Etats-Unis, les autorités monétaires ont accru, au cours des années 1933-1936, le volume des instruments monétaires surtout par les achats d'or, tandis que le portefeuille de fonds d'Etat des Banques de réserve n'a subi, jusqu'en avril 1937, aucune modification.

L'or qui était à la base de l'expansion monétaire provenait presque entièrement des importations qui commencèrent après la stabilisation provisoire du dollar en janvier 1934 et qui continuèrent pendant les années ultérieures². Ce gros afflux d'or ne représentait pas, comme on le sait, le règlement d'un solde bénéficiaire de

1. Federal Reserve Board, *Annual Report*, 1933, p. 20.

2. D'après le *Federal Reserve Bulletin*, janvier 1937, l'accroissement des réserves des banques affiliées au cours des années 1934-36 a été dû aux importations d'or pour 4 milliards, aux achats d'or d'origine nationale pour 500 millions et aux achats d'argent-métal pour 800 millions de dollars.

la balance des comptes, mais il provenait pour la plupart des mouvements de capitaux américains et étrangers. Les capitaux américains qui s'étaient réfugiés à l'étranger, avant la mise de l'embargo sur les exportations d'or en mars 1933, furent rapatriés surtout dans la première période d'importants mouvements d'or de février à avril 1934, tandis que l'afflux de capitaux étrangers, cherchant un abri aux Etats-Unis, fut l'élément dominant des importations d'or depuis avril 1934.

La différence que l'on discerne entre l'expansion monétaire dans les années 1930-1933 et dans les années 1934-1936 consiste donc en ce qu'au cours de la première période les Banques de réserve émettaient de nouveaux instruments monétaires par les achats de fonds d'Etat sur le marché libre tandis que l'encaisse-or baissait sans cesse, et que, par contre, au cours de la seconde période, le volume des instruments monétaires s'élargissait par suite de l'afflux d'or provenant surtout de l'étranger tandis que le portefeuille de titres des Banques n'accusait aucune variation.

LES RÉSULTATS DE L'EXPANSION MONÉTAIRE

Il n'existe pas de déclarations officielles, dans lesquelles les autorités monétaires aient jamais fixé les fins poursuivies par l'expansion monétaire. Il n'est donc pas possible de juger si les résultats obtenus répondent aux espoirs que l'on avait formés. Toutefois, malgré l'absence de déclarations officielles du but de programme de réflation, l'on peut penser, d'après de nombreuses indications, que les dirigeants de la politique monétaire qui professaient tous une philosophie d'expansion considé-

raient que les prix devraient s'approcher à nouveau du niveau de 1926 et que le volume des dépôts bancaires, retréci par la déflation devrait s'amplifier pour atteindre le montant d'avant la déflation. Du premier de ces points de vue, l'expansion monétaire n'a pas été pleinement couronnée de succès car les prix n'ont pas encore atteint le niveau de 1926¹, mais elle l'a certainement été quant au second car le volume des dépôts à vue a dépassé le maximum de 1929.

L'expérience américaine de reprise économique par la création du crédit a obtenu un résultat double : les banques commerciales se sont servies de l'augmentation de leurs disponibilités pour consentir de nouvelles avances au commerce et à l'industrie et surtout pour acheter des fonds d'Etat ; en outre, l'abondance des instruments monétaires sur le marché a produit une baisse du taux d'intérêt d'une ampleur sans précédent.

L'expansion du crédit par les Banques de réserve s'est manifestée donc tout d'abord par une augmentation massive de l'encaisse des banques commerciales. L'usage que les banques ont fait de cette augmentation de leurs disponibilités accuse deux tendances d'une importance considérable dans l'évolution contemporaine du système bancaire aux Etats-Unis : d'une part, le volume des avances consenties par les banques ne cessait de diminuer depuis l'effondrement boursier de 1929 jusqu'à la fin de 1934, augmentant cependant légèrement depuis lors du fait de l'accroissement des prêts commerciaux ; d'autre part, le principal usage que les banques ont fait de l'aug-

1. L'indice des prix de gros, recalculé sur la base 1929 = 100, était à 104,9 en 1926, à 68 en 1932, à 84,8 en 1936 et à 90,6 en 1937 (moyennes annuelles).

mentation de leurs disponibilités a consisté en l'achat de fonds d'Etat et de titres garantis par l'Etat¹.

La diminution des crédits commerciaux avait été très rapide au cours des premières années de la dépression. Après les vacances bancaires de 1933, les prêts commerciaux des banques se sont progressivement élevés, tout en restant à un niveau médiocre en comparaison aux chiffres atteints en 1929 et au volume de fonds désormais disponibles pour les avances. Par ailleurs, l'importance relative du total des avances par rapport à l'ensemble des avoirs productifs des banques a sensiblement décliné, ces prêts étant de plus en plus remplacés par des achats de titres.

Le trait le plus saillant de l'évolution contemporaine des banques des Etats-Unis est l'accroissement de leur portefeuille de fonds d'Etat. En juin 1936, les banques, y compris le Système de réserve, détenaient 54 % du montant total de la dette publique, une partie considérable du reliquat de 46 % étant d'ailleurs au portefeuille de la *Federal Deposit Insurance Corporation* auprès de laquelle les banques sont tenues d'assurer leurs dépôts. La part des banques serait plus considérable encore si l'on ajoutait à la dette publique au sens propre du mot les titres émis avec la garantie de l'Etat et détenus dans une large mesure par les banques.

1. Les modifications survenues dans la composition de l'actif des banques aux Etats-Unis ressortent des indices suivants, représentant le mouvement, en pourcentage, des crédits et placements de toutes les banques aux Etats-Unis. Cf. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 172 :

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
Escomptes, prêts et avances ..	100	97	82	62	46	44	42
Fonds d'Etat.....	100	97	144	150	178	244	265

Les émissions de fonds d'Etat et de titres garantis par l'Etat étaient le principal procédé de financement des déficits budgétaires et des crédits consentis par de nombreuses institutions gouvernementales. Les déficits budgétaires qui, au cours des deux dernières années de l'administration de Hoover, ont atteint 5.075 millions de dollars et qui étaient alors un simple expédient pour éviter une augmentation d'impôts, sont devenus sous l'administration de Roosevelt un instrument de politique économique. Le montant des déficits budgétaires pendant les années 1930-1936 a atteint 16.530 millions de dollars ; la dette publique s'est accrue pendant la même période de 17.205 millions de dollars ; les Banques de réserve ont alors absorbé pour 1.840 millions de dollars de fonds d'Etat et les banques commerciales ont augmenté leur portefeuille de titres d'Etat de 8.536 millions de dollars¹. Par ailleurs, les émissions de fonds d'Etat et de titres garantis par l'Etat servaient à procurer les moyens nécessaires à de nombreuses institutions gouvernementales, fondées pour fournir des avances à court ou

1. Le déficit budgétaire, l'accroissement annuel de la dette publique et les achats de titres par les banques sont résumés dans le tableau suivant (en millions de dollars) :

30 juin	Déficit budgétaire	Accroissement de la dette publique	Achats de fonds d'Etat	
			par les banques de réserve	par les banques commerciales
1930-31	462	1.071	77	1.291
1931-32	2.473	2.623	1.116	270
1932-33	2.602	2.983	214	1.265
1933-34	3.630	4.249	434	2.964
1934-35	3.002	928	1	1.206
1935-36	4.361	5.351	—	1.540
Total	16.530	17.205	1.840	8.536

à long terme aux banques, à l'industrie, au commerce et à l'administration des travaux publics.

Les titres que le Gouvernement émettait pour couvrir les déficits budgétaires et procurer l'argent aux institutions gouvernementales de crédit étaient, en règle générale, des titres à court terme. La proportion de la dette totale du Gouvernement fédéral qui est représentée par des bons, des certificats ou des effets du Trésor à échéance de moins de cinq années est passée de 25,6 % à la fin de juin 1932 à 50,5 % à la fin de juin 1935. Jusqu'en février 1934, les ressources nouvelles provenaient exclusivement de l'émission d'effets et bons à court terme. Dans la suite, le Trésor a cependant émis des obligations d'une durée de 10 à 12 ans en décembre 1935, de 20 à 33 ans en septembre 1936 et de 13 à 17 ans en décembre 1936 ; à la fin de 1936, la proportion de la dette publique à court terme qui était de 50,5 % en 1935, constituait 38,9 % de l'ensemble de la dette fédérale.

En second lieu, l'abondance du crédit a exercé une action de baisse sur le taux d'intérêt. Malgré les déficits budgétaires dont l'ampleur a été indiquée ci-dessus, le Gouvernement empruntait à des taux extrêmement bas. Le taux des bons du Trésor qui atteignit 3,25 % en 1929, fléchit à 0,30 % en 1934 (moyenne de cinq mois) et à 0,15 % en 1935 et 1936 (moyenne annuelle) ; le rendement des obligations du Trésor qui était 3,60 % en 1929 et 3,66 % en 1932, tomba à 2,70 et à 2,47 % en 1935 et 1936 (moyennes annuelles). En 1937, le taux des bons du Trésor est monté à 0,45 % et le rendement des obligations du Trésor à 2,57 %. Le service des intérêts de la dette publique n'augmenta que de 599 millions, pour l'exercice 1931-1932, à 757 millions

de dollars en 1933-1934 et baissa même à 749 millions en 1935-1936, bien que le total de cette dette ait plus que doublé au cours des années 1931-1936.

La baisse du taux d'intérêt affecta également l'industrie et le commerce. Le taux d'intérêt des effets de commerce tomba de 5,84 % en 1929 à 2,84 en 1932 et à 0,75 % en 1935 et 1936 ; le taux des acceptations bancaires à 90 jours fléchit de 5,03 en 1929 à 1,26 en 1932 et à 0,13 et 0,15 % en 1935 et 1936 ; le rendement des obligations industrielles qui monta de 5,06 à 7,46 % au cours des années 1929-1932, fléchit à 4,60 et à 4,37 % en 1935 et 1936 (moyennes annuelles). En 1937, ces taux se sont légèrement relevés : celui des effets de commerce est monté à 1 % et celui des acceptations bancaires à 0,44 % ; le rendement des obligations industrielles est passé à 4,60 %.

L'abondance des instruments monétaires et la baisse du taux d'intérêt, jointes aux grandes dépenses du Gouvernement, ont alors provoqué une forte reprise des affaires. « Les dépenses de l'Etat financées par l'emprunt ont tellement renforcé la liquidité des sociétés industrielles et commerciales qu'en 1936, alors que la production industrielle, à la fin de l'année, atteignait exactement le niveau de 1929, les émissions de capital pour le compte de sociétés américaines ne représentaient encore qu'un faible pourcentage des émissions de 1929, bien qu'elles aient fortement augmenté depuis 1933 »¹. Il semble donc que les dépenses de l'Etat aient été l'élément le plus important de reprise économique.

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-1937, vol. I, p. 113.

3. La politique du marché libre après la loi bancaire de 1935

Le vote de la loi bancaire du 23 août 1935 a été un événement important dans l'évolution des banques aux Etats-Unis. Cette loi, entrée en vigueur le 1^{er} mars 1936, contient de nombreuses modifications importantes de la loi constitutive du Système de réserve fédérale de 1913. En particulier, les principes et la technique des opérations sur le marché libre sont définis à nouveau dans cette loi. D'autre part, les dispositions relatives aux variations du montant des dépôts de garantie des banques affiliées auprès des Banques de réserve ont très considérablement augmenté l'efficacité des achats et des ventes de titres en tant que moyen d'action sur l'encaisse des banques et le volume du crédit. Par ailleurs, les achats de titres effectués en 1937 mettent en vigueur les principes énoncés dans la loi de 1935.

LA LOI DU 23 AOÛT 1935

Les principales dispositions relatives à la politique du marché libre concernent la composition et la compétence de la Commission fédérale du marché libre (*Federal Open Market Committee*), les principes directeurs des achats et des ventes de fonds d'Etat et le renforcement de cette politique par les variations appropriées des réserves légales des banques affiliées auprès des Banques de réserve.

La première modification qu'a faite la loi bancaire de 1935 dans l'organisation de la politique du marché libre

est la constitution de la Commission fédérale du marché libre, chargée de diriger les achats et les ventes de titres d'Etat par les Banques de réserve. En effet, l'initiative de la politique du marché libre appartenait jusqu'ici à une commission représentant les douze Banques de réserve ; celle-ci n'était cependant pas responsable des achats et ventes de fonds d'Etat, toute la responsabilité en étant assumée par le *Federal Reserve Board*, composé de représentants des Banques de réserve, mais dépourvu d'influence sur leur politique journalière. La nouvelle loi bancaire établit clairement à qui incombe la responsabilité des opérations sur le marché libre et rend ainsi impossible aux différentes Banques de réserve d'intervenir d'une manière qui ne serait pas conforme aux décisions de la Commission fédérale du marché libre. Cette commission est composée de sept membres du Conseil des gouverneurs (*Board of Governors* qui remplace l'ancien *Federal Reserve Board*), et de cinq représentants des Banques de réserve. Le Conseil des gouverneurs (ceux-ci sont nommés par le Président des Etats-Unis pour 14 ans et le président du Conseil est également désigné par le chef de l'Etat pour 4 ans) dispose donc à lui seul de la majorité des voix sur les représentants des Banques de réserve, nommés par les différentes Banques pour un an. La composition de la commission et la méthode de nomination de ses membres montrent combien s'est accrue l'influence de l'Etat sur les opérations sur le marché libre grâce à la nouvelle loi bancaire, bien que l'indépendance des gouverneurs ait été assurée par la durée de leur fonction.

Les nouveaux principes de la politique du marché libre ont été déterminés dans la loi bancaire et dans le

règlement de la Commission fédérale du marché libre. Une des principales dispositions de la loi de 1935 prescrit aux Banques de réserve de n'acheter ou de ne vendre des fonds d'Etat que sur le marché. Cette prescription empêche donc les Banques de souscrire des titres directement au Trésor public. En fait, depuis le début de la politique du marché libre, les Banques ont toujours acheté les fonds d'Etat sur le marché bien qu'elles aient eu le droit auparavant de les souscrire directement au Trésor. Parmi les principes fixés dans le règlement de la commission, il convient de mentionner quelques dispositions essentielles¹. Tout d'abord, la commission décide des achats et des ventes de fonds d'Etat sur le marché libre et les Banques de réserve sont tenues de subordonner leurs interventions aux dispositions que leur indique la commission. Tous les achats et les ventes de fonds d'Etat doivent être effectués en accord avec la politique de la commission ; aucune Banque de réserve ne peut procéder ou renoncer à ces opérations sans l'assentiment de la commission. Ces dispositions sont complétées par des prescriptions relatives aux modifications des taux officiels de l'escompte car les Banques doivent, tous les 15 jours, ou plus souvent si cela est nécessaire, soumettre à l'approbation du Conseil des gouverneurs les taux d'escompte qu'elles désirent fixer pour leur région. En second lieu, la commission doit, pour choisir le moment, le caractère et l'ampleur des opérations, tenir compte des besoins du commerce et de l'industrie et des effets des achats et des ventes de titres sur la situation générale du crédit.

1. Cf. le rapport de la première réunion de la Commission fédérale du marché libre le 18 et 19 mars 1936, et le règlement adopté le 19 mars 1936 dans le *Federal Reserve Bulletin*, avril 1936, p. 254.

La politique du marché libre a également été renforcée par les dispositions de la loi de 1935 d'après lesquelles les réserves légales des banques affiliées auprès des Banques de réserve peuvent être modifiées par une décision adoptée par le Conseil des gouverneurs, à la majorité absolue, afin d'« empêcher toute expansion ou contraction préjudiciable du crédit », pourvu que le montant obligatoire des réserves ne soit pas réduit à un niveau inférieur à celui en vigueur avant le 23 août 1935 ni porté à un chiffre double de celui exigé à cette même date.

La loi bancaire de 1935 a donc confié à la Commission fédérale du marché libre l'initiative, la pratique et le contrôle des opérations sur le marché libre. Bien que l'influence directe du Gouvernement des Etats-Unis soit limitée, en fait, par la longue durée de la fonction des gouverneurs et par l'interdiction faite aux Banques de réserve de souscrire les titres d'Etat directement au Trésor, il est certain que l'arme la plus puissante de contrôle du volume du crédit et du taux d'intérêt a été confiée à une autorité qui a la possibilité d'exercer une action plus énergique et d'une envergure plus grande que ne l'avaient auparavant les différentes Banques de réserve et l'ancien comité du marché libre. La nouvelle loi bancaire, dans sa forme finale, n'est d'ailleurs qu'un compromis entre les propositions radicales et le texte amendé au Sénat. D'aucuns pensent qu'elle est un compromis entre le Sénateur Carter Glass et le Gouverneur Eccles. En réalité, cette loi dépasse la teneur d'un compromis entre le défenseur du conservatisme monétaire au Sénat et le philosophe de l'expansion monétaire dans la Banque de réserve de New-York. Les principales dispositions de cette loi sont le résultat du rapport actuel des

forces aux Etats-Unis entre deux conceptions de la politique économique dont l'une s'efforce de revenir au libéralisme monétaire et l'autre, se rendant compte que le contrôle de la monnaie et du crédit a aujourd'hui atteint un tel développement qu'il est impossible de revenir en arrière, cherche une stabilité plus grande et plus sûre dans un contrôle plus efficace et meilleur.

LE RELÈVEMENT DES RÉSERVES OBLIGATOIRES DES BANQUES AFFILIÉES

Depuis novembre 1933, époque où les Banques de réserve ont effectué les derniers achats de fonds d'Etat sur le marché libre, l'expansion monétaire était principalement basée sur l'afflux d'or. Ce n'est qu'à la fin de l'année 1935 que les opérations sur le marché libre sont redevenues d'actualité : en novembre 1935, le Conseil consultatif du Système de réserve fédérale¹ a recommandé aux Banques de réserve de vendre des fonds d'Etat pour réduire ainsi l'excédent des réserves des banques affiliées et pour s'assurer la possibilité d'un contrôle efficace du crédit. Malgré cette recommandation, les Banques de réserve n'ont cependant pas vendu des fonds d'Etat et ont préféré se servir d'autres moyens pour atteindre le même but en réservant les opérations sur le marché libre pour plus tard. Il convient donc d'indiquer dans quelles conditions et pour quelles raisons les Banques de réserve ont renoncé à une politique restrictive du marché libre et comment elles ont préparé le marché monétaire à effectuer de nouveaux achats ou ventes de titres.

1. *Federal Advisory Council*, composé de douze membres nommés par les Banques de réserve.

Au cours des récentes années, les réserves totales des banques affiliées auprès des Banques de réserve¹ qui servaient de base au crédit bancaire, se sont élevées à 6 milliards de dollars en 1936, c'est-à-dire au double du montant minimum obligatoire, de telle sorte que leurs dépôts, tout au moins en théorie, auraient pu être portés au double de leur montant d'alors. Le surplus des réserves sur le minimum obligatoire représentait l'excédent des réserves. L'apparition d'un excédent des réserves était un fait nouveau. De 1925 à 1929, sur les 2.250 à 2.500 millions de dollars de réserves que les banques affiliées étaient tenues de garder en dépôts auprès des Banques de réserve, 500 millions à 1 milliard environ étaient empruntés aux Banques de réserve. D'une manière générale, les banques affiliées n'avaient non seulement pas d'excédents de réserves, mais elles devaient en fait, pour compléter celles-ci, emprunter directement un montant équivalent à quelques 40 % du minimum obligatoire. Cette situation a été cependant entièrement modifiée en 1932, à la suite d'achats massifs de fonds d'Etat par les Banques de réserve, et depuis 1934 par suite de l'afflux d'or aux Etats-Unis². Dans ces conditions, les Banques de réserve ne pouvaient pas exercer une influence sur le volume du crédit des banques affiliées. Déjà en décembre 1935, le Conseil des gouverneurs et la Commission fédérale du marché libre ont déclaré que « le

1. On sait que les banques affiliées doivent déposer en réserve auprès des Banques de réserve un certain pourcentage de leurs dépôts, fixés jusqu'au 15 août 1936, en moyenne à 10 % (3 % pour les dépôts à terme, 13, 10 ou 7 % pour les dépôts à vue, selon les régions).

2. Le Conseil des gouverneurs notait en janvier 1937 : « ... Dans l'intervalle qui s'est écoulé entre les vacances bancaires de 1933 et le 24 décembre 1936... les importations d'or ont atteint un montant global approximatif de 4 milliards de dollars. Cet afflux d'or a eu pour effet d'augmenter d'autant les réserves des banques affiliées ainsi que leurs dépôts ».

volume actuel des réserves des banques affiliées qui s'était accru par suite des importations d'or provenant de l'étranger, continuait à être excessif et dépassait de beaucoup les besoins présents et possibles de crédit pour une saine expansion des affaires ». Par contre, il ne semblait pas que « l'expansion des affaires et l'emploi du crédit fussent alors excessifs, et le pays ne jouissait pas encore d'une reprise complète »¹.

Pour empêcher une expansion excessive du crédit, les dirigeants de la politique monétaire avaient principalement deux procédés à leur disposition : les Banques de réserve pouvaient vendre des fonds d'Etat sur le marché libre, et le Conseil des gouverneurs pouvait, d'autre part, augmenter en vertu de la loi bancaire de 1935 la réserve obligatoire des banques affiliées à un montant double de celui qu'elles gardaient alors auprès du Système².

Les partisans des ventes de titres sur le marché libre faisaient valoir, pour réduire l'excédent des réserves des banques affiliées, les raisons suivantes. Tout d'abord, les Banques de réserve devraient saisir cette occasion pour diminuer leur portefeuille de fonds d'Etat et relâcher ainsi le lien qui les attachait au Gouvernement.

1. *Federal Reserve Bulletin*, janvier 1937, p. 1 à 5.

2. En fait, les dirigeants de la politique monétaire se sont servis, pour réduire l'excédent de réserves, également de deux autres moyens. Tout d'abord, en décembre 1935 et en mars 1936, le Trésor a transféré, à son compte auprès des Banques de réserve, 1.000 millions de dollars qu'il gardait sur ses comptes dans les banques affiliées ; en second lieu, en décembre 1936, il a été décidé que les banques qui importeraient de l'or et qui, obligatoirement, devaient le vendre au Trésor, ne recevraient plus en échange des certificats d'or susceptibles de servir à une création de crédit, mais les bons du Trésor qui ne venaient pas gonfler leur encaisse (« or inactif »). Par contre, il est évident que les Banques n'auraient pas pu réduire l'excédent des réserves en élevant le taux d'escompte car les banques affiliées avaient des moyens suffisants pour ne pas être obligées d'adresser aux Banques de réserve les demandes de réescompte. Ce moyen n'aurait d'ailleurs pas été compatible avec la politique de l'argent abondant et à bon marché que les dirigeants voulaient maintenir.

D'autre part, les ventes de titres d'Etat permettraient de réduire l'excédent de réserves des banques qui avaient les réserves les plus grandes sans atteindre, du moins directement, les banques qui n'avaient point amassé un excédent considérable. Enfin, l'augmentation du minimum obligatoire des réserves aurait été une mesure qui n'a jamais été essayée et dont les répercussions psychologiques auraient pu être défavorables¹.

A ces arguments, les adversaires des ventes de fonds d'Etat ont opposé les objections suivantes. Au point de vue théorique, les Banques de réserve étaient sans doute à même de vendre des fonds d'Etat, mais en fait cette politique n'était pas praticable. Tout d'abord, le Gouvernement ne pouvait pas permettre que les Banques de réserve inondassent le marché par des titres d'Etat, à un moment où le Trésor émettait de nouveaux emprunts pour couvrir le déficit budgétaire et convertir les émissions à court terme par des émissions à plus long terme. En outre, il était fort improbable que les Banques pussent vendre pour 2.400 millions de dollars de titres qu'elles avaient alors dans leur portefeuille. Elles avaient d'ailleurs besoin de ces titres pour en tirer des bénéfices susceptibles de couvrir leurs frais généraux en l'absence de revenus provenant du réescompte. Même si elles avaient la possibilité de vendre tous les titres qu'elles détenaient, l'excédent des réserves s'élèverait encore à 300 millions environ, de telle sorte que, même dans ce cas, elles ne pourraient exercer une action utile sur le marché libre. Il était préférable enfin de recourir à l'augmenta-

1. Cf. les recommandations du Conseil consultatif fédéral au Conseil des gouverneurs, 21 novembre 1935, dans le *Federal Reserve Bulletin*, janvier 1936, p. 5.

tion de réserves obligatoires plutôt qu'à une vente de titres sur le marché car les changements de pourcentages atteindraient toutes les banques affiliées, quelle que soit la situation de leurs réserves.

Dans ces conditions, le Conseil des gouverneurs décida de relever de 50 %, à partir du 16 août 1936, le pourcentage des réserves obligatoires par rapport aux dépôts. Comme l'or continuait à affluer aux Etats-Unis pendant l'automne 1936, le Conseil, en usant pleinement des pouvoirs que la loi de 1935 lui conférait, décréta un nouveau relèvement de 50 % (doublant ainsi les pourcentages primitifs), relèvement qui fut opéré en deux étapes, le 1^{er} mars et le 1^{er} mai 1937¹. C'est ainsi qu'on a éliminé, comme base d'expansion possible du crédit, plus de deux milliards et demi d'excédents de réserves.

LES ACHATS DE TITRES EN 1937

Le relèvement des réserves obligatoires, loin de constituer une mesure incompatible avec la politique de l'argent abondant et à bon marché², a complété utilement les procédés d'administration de la monnaie, employés jusqu'alors. Le principal avantage de l'augmentation des réserves minima était, en effet, de réduire les liquidités

1. Depuis le 1^{er} mai 1937, les pourcentages des réserves obligatoires sont donc, pour les dépôts à vue, 26 % (New-York et Chicago), 20 % (« villes de Réserve ») et 14 % (districts ruraux) et pour les dépôts à terme 6 %.

2. Dans son rapport du 31 janvier 1937, le Conseil des gouverneurs a exprimé l'opinion que « le volume actuel des dépôts, s'il est utilisé dans la même proportion qu'avant la dépression, suffit pour entretenir une activité économique beaucoup plus grande que celle d'aujourd'hui. Pour soutenir et amplifier la reprise, ce qu'il faut au commerce, à l'industrie et à l'agriculture du pays, ce ne sont pas tant des adjonctions nouvelles aux montants actuellement disponibles qu'une utilisation plus complète et plus productive des dépôts existants » (*Federal Reserve Bulletin*, février 1937).

des banques affiliées et de rendre au Système le contrôle du marché qu'il avait perdu, en obligeant les banques à s'adresser aux Banques de réserve pour augmenter leurs disponibilités lors d'une expansion éventuelle du crédit. Après le relèvement des réserves minima, « le Système de réserve fédérale sera à même de réaliser, par le moyen des opérations sur le marché libre, telle réduction ou expansion des réserves des banques affiliées qui pourrait être considérée comme désirable du point de vue de l'intérêt général »¹.

Les principes que le Conseil des gouverneurs a énoncés dans les déclarations relatives au relèvement des réserves des banques affiliées ont reçu un commencement d'application dès le mois d'avril 1937. La Commission du marché libre a annoncé à ce moment qu'« en vue d'user de son influence pour assurer des conditions plus satisfaisantes au marché monétaire » et pour permettre aux banques affiliées d'ajuster sans bouleversement leurs réserves aux nouvelles prescriptions, les Banques procéderaient sur le marché libre à des achats de fonds d'Etat « pour les montants et aux moments jugés opportuns ». Au cours du mois d'avril et pour la première fois depuis trois ans, le Système de réserve augmenta son portefeuille de titres d'Etat, et cela pour une somme de 96 millions de dollars². En septembre 1937, la Commission du marché libre autorisa de nouveau le Comité exécutif à procéder de temps à autre, sur le marché libre, à l'achat d'obligations du Gouvernement des Etats-Unis en quantités suffisantes pour pouvoir fournir des disponibilités destinées à répondre aux retraits saisonniers de fonds

1. Rapport du Conseil des gouverneurs du 31 janvier 1937, *Federal Reserve Bulletin*, janvier 1937.

2. *Federal Reserve Bulletin*, mai 1937.

dans les banques et pour satisfaire à d'autres besoins¹. Le but de cette action était de maintenir, dans les banques affiliées, un volume total d'excédents de réserves qui permettrait au Système de réserve de poursuivre sa politique d'aisance monétaire en vue de développer la reprise économique. En fait, les Banques de réserve augmentèrent, en novembre, leur portefeuille de fonds d'Etat de 37,8 millions de dollars, mais elles interrompirent les achats sur le marché libre à la fin même de ce mois.

La reprise des achats de titres sur le marché libre semble marquer un revirement de politique monétaire aux Etats-Unis. Les mesures de restriction du crédit opérées en 1936, telles que le relèvement des réserves obligatoires des banques affiliées, semblent être suivies en 1937 par des mesures d'expansion : dans la dernière semaine d'août, les Banques de réserve réduisirent le taux d'escompte à un niveau sans précédent (1 % à New-York) ; un nouveau règlement autorisa les Banques à réescompter des catégories d'effets qui jusque-là n'étaient pas admises au réescompte ; les Banques effectuèrent de nouveaux achats de titres en avril et en novembre ; l'or inscrit au « compte inactif » (dont nous allons parler brièvement dans la prochaine section) fut partiellement libéré. Quels sont donc les raisons et les principes de cette politique ?

Les mesures d'expansion du crédit auxquelles les autorités monétaires ont eu récemment recours sont dues, semble-t-il, à certains résultats inattendus qu'a produits le relèvement des réserves obligatoires des banques affiliées. Certes, le volume des dépôts n'a pas diminué et les taux

1. *Federal Reserve Bulletin*, octobre 1937.

d'intérêt que les banques demandent à leurs clients ne sont pas sensiblement montés. Mais le relèvement des réserves a été suivi d'une hausse du taux de capitalisation des fonds d'Etat. En effet, les banques affiliées, surtout celles de New-York et de Chicago dont l'encaisse obligatoire a été relevée suivant le plus fort pourcentage, ont été obligées de vendre des titres d'Etat pour satisfaire aux nouvelles dispositions de la loi. Lors du premier relèvement de l'encaisse, les ventes de titres par les banques affiliées à New-York et à Chicago (leur portefeuille diminua, au cours du second semestre 1936, de 555 millions de dollars) furent en partie masquées par les achats de fonds d'Etat qu'effectuèrent alors les banques dans les autres villes. Lors du second relèvement de l'encaisse au cours de la première moitié de 1937, les besoins de liquidité furent encore plus grands qu'en 1936 et les banques affiliées vendirent pour 856 millions de dollars de fonds d'Etat et pour 330 millions d'autres titres. Le marché dut ainsi absorber de grandes quantités de titres vendus par les banques qui avaient été dans les quatre années précédentes les plus grands acheteurs. Dans ces conditions, le rendement de fonds d'Etat accusa une tendance à la hausse en passant de 2,27 % en décembre 1936 à 2,67 % en septembre 1937.

Pour y remédier, les autorités monétaires ont eu recours à une nouvelle expansion des réserves des banques affiliées. Cette politique peut paraître, au premier abord, contradictoire. En fait, cependant, elle est plus cohérente qu'elle ne paraît. Elle s'inspire de deux principes. Tout d'abord, son but est de fournir au marché interne un crédit abondant et à bon marché pour faciliter la conduite des affaires et accélérer la reprise économique.

L'attachement à ce principe est d'autant plus fort que le maintien des taux d'intérêt peu élevés est plus indispensable pour alléger le fardeau de la dette publique. Le second principe se propose d'éviter un boom spéculatif qui pourrait être provoqué par une surabondance monétaire et surtout par une extension potentielle du crédit. Pratiquement, le problème consiste à maintenir l'argent abondant et à bon marché, mais à éviter en même temps les dangers que son usage immodéré pourrait faire courir à l'économie nationale.

4. Les opérations du « compte inactif » du Trésor

Depuis décembre 1936, les autorités monétaires aux Etats-Unis pratiquent une politique de stérilisation d'or qui ressemble aux opérations sur le marché libre : c'est l'affectation, à un « compte inactif », de l'or acheté par le Trésor.

Jusqu'à une date récente, l'afflux d'or aux Etats-Unis constituait intégralement une base potentielle d'expansion monétaire. Le Fonds de stabilisation des changes, créé en janvier 1934 et doté de 2 milliards de dollars d'or (évalué à la nouvelle parité provisoire) prélevé sur le bénéfice de réévaluation de l'encaisse-or des Banques de réserve, n'était pas à même d'absorber l'or importé aux Etats-Unis parce qu'il n'avait pas de ressources appropriées en monnaie nationale. L'or qui affluait dans le pays était donc acheté par le Trésor au moyen de fonds fournis par les Banques de réserve en échange de certificats d'or. Dans ces conditions, les importations d'or

ont élargi directement la base du crédit. Le Fonds, doté d'or, était incapable de parer à l'afflux du métal jaune.

Par contre, le Fonds était fort bien outillé pour intervenir sur le marché par des ventes d'or en cas d'exportation de capitaux. Toutefois, ce cas ne s'est présenté qu'une fois, au début de 1935 : les ressources du Fonds diminuèrent alors de 200 millions de dollars et tombèrent à 1.800 millions, niveau qui n'a guère subi depuis lors de modification. Cette sortie de capitaux a d'ailleurs rétréci la base du crédit interne car les ventes d'or n'ont pas été compensées par des achats de titres.

Pour prévenir l'utilisation des excédents de réserves qui se sont constituées par suite de l'afflux d'or, les autorités ont eu recours à divers expédients, analysés dans la précédente section de ce chapitre. Il y a lieu maintenant de revenir sur un de ces procédés adopté en décembre 1936 pour stériliser l'or importé dans le pays ou extrait des mines et pour sauvegarder ainsi la base interne du crédit.

Le 21 décembre 1936, le Secrétaire du Trésor a déclaré que le Trésor affecterait à un « compte inactif » l'or qu'il acquerrait « en vendant de nouvelles obligations de la dette publique dont le produit servirait aux achats d'or » ; si les mouvements d'or se produisaient en sens inverse, le Trésor vendrait de l'or et achèterait des obligations. Depuis cette date, les achats d'or par le Trésor n'étaient plus financés par la délivrance de certificats d'or aux Banques de réserve, mais par les émissions supplémentaires d'obligations du Trésor à court terme sur le marché. Les nouvelles offres d'or provenant de l'étranger ou des mines n'avaient donc plus de pouvoir d'affecter les réserves des banques et la base interne du crédit. De même, un

exode d'or devait être compensé par l'achat ou l'amortissement d'obligations des Etats-Unis afin de rendre au marché les fonds perdus par suite des exportations d'or. Au cours des neuf premiers mois de son fonctionnement, le « compte inactif » accusait une augmentation incessante. S'élevant à 27 millions de dollars en décembre 1936, il a atteint son maximum le 15 septembre 1937, 1.420 millions. Ce même jour, le Trésor, renversant sa politique, a libéré 300 millions de dollars d'or stérilisé pour accroître ainsi l'encaisse des banques commerciales et pour leur permettre d'élargir le volume du crédit. Depuis cette date, le montant d'or inscrit à ce compte s'est de nouveau relevé, bien que l'exportation d'or vers la France et le Royaume-Uni aient réduit les stocks d'or américains. Ces sorties d'or avaient, il est vrai, été compensées, dans une large mesure par des entrées du métal jaune provenant du Japon. A la fin de décembre 1937, le « compte inactif » s'élevait à 1.229 millions de dollars.

Cette nouvelle méthode de stérilisation de l'or ressemble beaucoup à la politique de compensation des mouvements d'or suivie en Angleterre et aux Pays-Bas par les fonds de stabilisation des changes, dotés à l'origine de ressources en monnaie nationale, et pratiquée par certaines banques centrales avant 1931. Peu importe d'ailleurs l'institution chargée d'effectuer les opérations de compensation, pourvu que le principe et la tactique restent les mêmes. On peut donc conclure que « la nouvelle méthode de stérilisation ne diffère en aucun point essentiel des opérations de compensation de la banque centrale sur le marché libre »¹.

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 60 ; Banque des règlements internationaux, *Septième rapport annuel*, 1937, p. 61.

CHAPITRE III

APERÇU DE LA POLITIQUE DU MARCHÉ LIBRE DANS LES AUTRES PAYS

Un grand nombre de banques d'émission qui n'étaient pas, avant la crise économique mondiale, autorisées à procéder aux opérations sur le marché libre, ont obtenu, au cours des dernières années, le droit d'acheter et de vendre des titres. On peut diviser ces banques centrales en deux groupes : celles qui, étant autorisées à pratiquer la politique du marché libre il y a quelques années, se sont servies de leur droit, et celles qui, ayant reçu ce droit tout récemment, ne l'ont pas encore appliqué. Les banques centrales qui pratiquent les opérations sur le marché libre depuis plusieurs années, peuvent être divisées en banques qui ont opéré des achats ou des ventes de titres comme élément de politique bancaire (Suède, Danemark, Australie, Canada, Argentine) et en banques pour lesquelles les opérations sur le marché libre ont été un procédé pour financer les déficits budgétaires de l'Etat (Allemagne, Japon). Parmi les pays qui ont institué récemment la politique du marché libre, il convient de citer surtout la Nouvelle-Zélande, la Pologne, la Norvège,

les Pays-Bas et la Belgique. Il convient enfin d'esquisser sommairement les efforts tentés en France et en Suisse pour autoriser la banque d'émission à pratiquer la politique du marché libre.

1. Suède

L'expansion monétaire en Suède avait une double base : comme le fait apparaître l'examen des situations de la Riksbank, banque d'émission, cette expansion a été due aux acquisitions d'or et de devises étrangères et à l'accroissement du portefeuille de fonds d'Etat¹.

L'afflux d'or et de devises étrangères, provenant de l'amélioration de la balance des paiements, s'explique dans une large mesure par la politique monétaire de la

1, L'expansion monétaire en Suède apparaît à l'examen du tableau suivant (en millions de couronnes) :

Fin de :	RIKSBANK						Banques commerciales Dépôts à vue
	Or a)	Avoirs à l'étranger	Fonds d'Etat suédois	Prêts, avances et escomptes en faveur d'autres personnes que l'Etat	Billets en circulation	Comptes courants des banques	
1929	245	265	23	379	569	9	659
1930	241	390	4	321	594	8	681
1931	206	49	4	558	583	15	610
1932	206	214	238	205	598	49	625
1933	370	447	227	56	648	249	674
1934	351	554	149	44	708	196	697
1935	408	629	29	42	786	181	766
1936	529	717	29	37	893	294	892
1937	539	984	6	38	980	434	985

a) A l'ancienne parité.

Suède. La Riksbank qui avait reçu, d'après les termes de la déclaration de politique monétaire, mission d'empêcher la chute des prix, s'efforçait de maintenir le cours de la couronne à un taux en rapport avec celui de la livre sterling¹. En particulier, il fallait éviter la chute des devises étrangères car « elle eût fait tomber le prix des marchandises d'importation et d'exportation, ce qui eût exercé une pression désastreuse sur le niveau général des prix. Comme la balance commerciale suédoise se développait dans un sens positif et qu'en outre il se produisait une exportation importante de titres étrangers possédés par les Suédois, l'afflux de devises étrangères commença à se faire largement sentir. La Banque d'Etat fut obligée d'acheter ces devises pour éviter la hausse de la couronne et sa réserve de change partiellement convertie en or s'accrut en trois ans de près de 1 milliard de couronnes, somme qui est d'un même ordre de grandeur que celle qu'atteint l'importation annuelle des marchandises »². Cet accroissement de l'encaisse-or et des avoirs à l'étranger s'est manifesté par une expansion des instruments monétaires dans le pays.

Le second élément de l'expansion monétaire a été l'augmentation du portefeuille de titres de la Riksbank. Le montant des fonds d'Etat qu'elle détenait avant la crise économique, tomba de 22 millions de couronnes en 1929 à 4 millions au début de 1931 en se maintenant au même niveau jusqu'à la fin de mars 1932, la veille du krach de Kreuger. Au cours des trois mois qui ont suivi la crise

1. Tandis que la parité était de 18,15 couronnes pour une livre sterling, la couronne atteignit, en avril 1932, le cours 19,72 et après une revalorisation temporaire, le cours 19,40 en juin 1933 ; depuis lors, le rapport de la couronne à la livre n'a pas été modifié.

2. Bertil Ohlin, *La politique économique de la Suède pendant la crise*, dans la *Revue d'économie politique*, mai 1936.

de Kreuger, le portefeuille de fonds d'Etat de la banque centrale s'éleva à 218 millions de couronnes. Après une baisse temporaire en mars 1933, il s'accrut de nouveau, atteignant en septembre de la même année 245 millions. Depuis lors, le montant des titres d'Etat détenus par la Riksbank a baissé sans interruption et a atteint au printemps de 1937, le niveau de 1930. Cette diminution du portefeuille de fonds d'Etat a été largement compensée par l'accroissement de la réserve d'or et de devises étrangères.

L'accroissement du portefeuille de fonds d'Etat a eu une triple origine. Tout d'abord, une grande partie de son augmentation en 1932 a été due au fait que les effets de la Skandinaviska Kreditaktiebolaget, escomptés par la Riksbank en 1932, ont été remplacés par une garantie de l'Etat. L'augmentation du portefeuille de titres de 215 millions a été donc compensée par une baisse du portefeuille d'effets d'un montant équivalent de telle sorte que cette transaction n'a fait qu'accomplir une modification de forme dans les actifs de la banque d'émission. En second lieu, le portefeuille de fonds d'Etat de la Riksbank s'est accru à quatre reprises, en septembre 1932, en avril et juin 1933 et en août 1934, lorsque la banque centrale a souscrit des titres d'Etat pour un montant de 20 à 25 millions de couronnes que l'Office de la dette nationale ne voulait ou ne pouvait placer sur le marché. En troisième lieu, la Riksbank a effectué des achats de titres sur le marché libre, mais seulement pour des sommes très limitées (180.000 couronnes en juin 1933, 650.000 couronnes en décembre 1933). Le but de ces achats de titres d'Etat était de stimuler les prix conformément aux recommandations faites par le Comité

d'experts monétaires en mai 1933 relativement « aux possibilités qu'avait la Riksbank d'intervenir *de façon active* ». Certains membres de ce comité, en particulier le Professeur Cassel, estimaient que, dans une « situation extraordinaire », il fallait que la Riksbank fabriquât, par des achats de fonds d'Etat, l'argent pour financer des travaux publics. Toutefois, le comité, aussi bien que le Parlement, hésitaient à indiquer à la banque centrale de quels moyens elle devrait se servir pour obtenir une hausse des prix. On ne sait d'ailleurs pas exactement pourquoi c'est juste en juin et en décembre 1933 que la banque centrale a effectué ces achats d'une ampleur si minime ; d'aucuns estiment qu'ils ont cependant contribué à améliorer légèrement la situation sur le marché des titres d'Etat. Mais ils venaient certainement trop tard et ils étaient trop mesquins pour exercer une influence sérieuse sur la situation du marché monétaire ¹.

De même, la diminution du portefeuille de fonds d'Etat de la Riksbank depuis 1934 semble devoir être attribuée, pour une large part, au remboursement des avances accordées en 1932 à la Skandinaviska Kreditaktiebolaget et en partie aussi au transfert à l'Etat qu'a fait la Riksbank d'une fraction de ses créances. Ce n'est que « dans une certaine mesure » que la Riksbank s'est efforcée d'enrayer, par des ventes de titres, toute expansion exagérée de ses engagements envers les tiers par suite de l'accroissement de l'encaisse-or et des réserves de devises étrangères ².

L'importance qu'il faut attribuer à la politique moné-

1. Cf. Richard A. Lester, *Sweden's Experience with « Managed Money »*, dans le supplément au *Svenska Handelsbanken's Index*, janvier 1937, p. 10.

2. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1935-36, vol. II, p. 199.

taire dans la reprise économique en Suède est l'objet de nombreuses discussions. Les économistes suédois s'accordent en général à dire que la politique monétaire a joué un rôle important. Par exemple, le Professeur Cassel estime que « le principal élément de l'heureuse évolution économique de la Suède était, sans nul doute, sa saine politique monétaire qui, après avoir donné l'assurance qu'on ne poursuivrait plus la déflation, a ranimé le commerce et l'industrie par la hausse du niveau des prix, rendant possible en même temps le maintien d'un cours fixe de la couronne par rapport à la livre sterling »¹. De même, pour le Professeur Ohlin, il est hors de doute que la politique monétaire a joué un rôle important². Certains économistes auraient désiré que les opérations de la banque centrale sur le marché libre fussent pratiquées sur une échelle plus étendue. « Au cours de la seconde moitié de 1932, les Professeurs Ohlin, Lindahl et d'autres économistes demandaient que la Riksbank rendit plus aisée la situation sur le marché monétaire par des achats de titres sur le marché libre. Ce procédé, d'un commun usage en Angleterre et en Amérique, était encore inconnu en Suède. Il paraît cependant douteux qu'il y ait eu plus d'une douzaine de personnes en Suède qui aient vraiment compris la signification et les effets des opérations sur le marché libre. Beaucoup de banquiers et de fonctionnaires d'Etat ne l'ont certainement pas compris. Etant données les critiques que l'on a faites de certaines actions récentes de la Riksbank, il ne faut pas s'étonner que les autorités n'aient pas désiré faire l'expé-

1. *The Equalization of the Swedish Budget* dans le *Skandinaviska Kreditaktiebolaget's Quaterly Report*, janvier 1936.

2. *La politique économique de la Suède pendant la crise* dans la *Revue d'économie politique*, mai 1936.

rience avec les opérations sur le marché libre préconisées par les économistes »¹.

2. Danemark

La politique du marché libre au Danemark, pays où l'endettement agricole est considérable, était dominée par le problème de la conversion des dettes agricoles. En vue d'augmenter la liquidité des banques commerciales et d'exercer une pression sur le taux d'intérêt, la Banque nationale s'est mise à pratiquer, à la fin de 1932, une politique d'expansion du crédit au moyen d'achats de titres sur le marché libre. Le portefeuille de titres de la banque qui, à la fin de 1931 et en septembre 1932, était respectivement de 48,5 et de 63,4 millions de couronnes, avait passé brusquement à 145,4 millions à la fin de 1932². Depuis cette date, les interventions de

1. R. A. Lester, *op. cit.*, p. 9.

2. L'expansion monétaire au Danemark ressort du tableau suivant (en millions de couronnes) :

BANQUE NATIONALE									Banques commerciales Dépôts à vue
Fin e :	Or (a)	Avoirs à l'étranger +ouenga- gements à l'étranger	Titres	Avances au Trésor	Avances au Fonds de crise	Prêts et escomptes (sauf pour le compte de l'Etat)	Billets en cir- culation	Comptes cour. et dépôts à vue (à l'exception de ceux de l'Etat)	
929	172	+90	38	—	—	182	367	57	551
930	172	+99	51	—	—	166	360	69	614
931	144	+15	49	13	—	246	346	63	545
932	133	— 5	145	60	—	189	332	131	533
933	133	—27	120	99	14	201	375	78	569
934	133	—68	141	46	145	217	386	123	575
935	118	—73	94	102	138	212	384	99	580
936	118	—41	50	92	131	222	399	69	618
937	118	+62	73	92	103	180	417	115	651

a) A l'ancienne parité.

la banque sur le marché libre ont été moins massives qu'auparavant. Le marché des fonds d'Etat était cependant soutenu par le Fonds de crise, créé en mai 1933, auquel la Banque nationale consentait des avances très considérables ; en outre, la banque faisait au Trésor des avances directes qui furent pourtant partiellement liquidées après la constitution du Fonds de crise. Lorsqu'en mars 1935 l'expansion atteignit son plus grand développement, la banque détenait des titres pour une valeur de 153 millions de couronnes et les avances au Fonds de crise s'élevaient à 142 millions. Cette politique du marché libre fut précédée, en novembre 1933, par une réduction du taux d'escompte à 2 1/2 % et complétée en mai 1935 par une réglementation légale des taux d'intérêt.

Les résultats des achats massifs de titres par la Banque nationale et par le Fonds de crise se manifestèrent par une amélioration immédiate de la liquidité des banques commerciales et par une baisse du taux d'intérêt. Les banques, après avoir réduit leur réescompte auprès de la Banque nationale, affectèrent une partie de leurs ressources supplémentaires à acheter des titres et, dans une certaine mesure, à consentir de nouveaux prêts. Les cours des titres montèrent et le taux d'intérêt à long terme fléchit¹.

Au printemps de 1935, la politique d'expansion fut renversée. La Banque nationale réduisit non seulement ses avances au Fonds de crise, mais aussi son porte-

1. Une publication officielle, *Le Danemark* 1935, décrit le progrès réalisé en ces termes, p. 168 : « Le développement de l'activité industrielle est principalement dû à l'augmentation des prêts de la Banque nationale et aux achats d'obligations effectués par celle-ci et par d'autres banques ».

feuille de titres. La loi réglementant les taux d'intérêt, venant à expiration en juillet 1935, ne fut pas prorogée et la Banque nationale releva le taux d'escompte de 2 1/2 à 3 1/2 % en août 1935 et à 4 % en novembre 1936. Par des ventes régulières de titres pendant vingt mois, la banque réduisit, à la fin de décembre 1936, son portefeuille de titres à moins de 50 millions de couronnes et ramena à 130 millions le montant des avances consenties au Fonds de crise sans que celui-ci n'ait cependant vendu de titres. Le taux d'intérêt se mit alors à hausser.

Les raisons de ce renversement de la politique monétaire doivent être attribuées aux répercussions que le développement de l'activité industrielle a eues sur les importations danoises et la position-devises de la Banque nationale. La reprise industrielle, consécutive à l'expansion du crédit et à la baisse du taux d'intérêt, a entraîné un grand accroissement d'importations, par exemple celles des matériaux de construction ; d'autre part, la difficulté d'obtenir des pays à restrictions de changes le paiement des exportations danoises a également contribué au resserrement de la position-devises de la banque et au renversement de la politique monétaire. La reprise intérieure a donc été entravée par l'insuffisance des devises étrangères nécessaires pour payer les importations dont l'industrie naissante avait besoin ¹.

En avril 1936, la Banque nationale de Copenhague, société anonyme privée, a été transformée en Banque nationale du Danemark, institution d'Etat. L'objet de la banque est de « maintenir un système monétaire sûr,

1. Société des Nations, *Monnaie et banques*, 1935-36, vol. II, p. 77.

de faciliter et réglementer le trafic de l'argent et l'extension du crédit ». La banque est autorisée à émettre les billets de banque suivant les besoins ; un quart des billets en circulation doit être couvert par de l'or, les trois quarts restants par d'autres avoirs, surtout par des devises étrangères, des effets commerciaux, des bons du Trésor, des titres négociés à la Bourse ainsi que des avances sur garantie. La transformation de la banque centrale n'a d'ailleurs apporté aucun changement à la politique monétaire du Danemark. En particulier, la nouvelle Banque nationale du Danemark a continué à poursuivre la vente de titres sur le marché libre. « Notre banque a opéré cette réduction du portefeuille de titres en faisant la part qu'il convient de l'ambiance du marché et il faut, dans cet ordre d'idées, insister sur le fait que le marché des obligations a fait preuve, pendant toute la période, de la plus grande force de résistance, malgré les ventes opérées par la banque »¹. En 1937, la Banque nationale a cependant procédé à de nouveaux achats de titres.

3. Australie

L'expansion monétaire en Australie, depuis 1931, doit être attribuée à l'amélioration de la balance des paiements et au réescompte des bons du Trésor par la Banque du Commonwealth, banque centrale. L'émission des bons du Trésor en vue de financer les déficits budgétaires et les dépenses d'exécution des travaux publics a été un point important du programme établi en juin 1931 par les Premiers Ministres.

1. *Rapport annuel de la Banque nationale du Danemark*, 1937, p. 13.

En Australie, le Gouvernement du Commonwealth émet des bons du Trésor à trois mois par l'intermédiaire de la Banque du Commonwealth. Lors de chaque émission, la Banque escompte les bons du Trésor à un taux fixe en en cédant une partie aux banques commerciales et en gardant le reste pour elle-même. Jusqu'en octobre 1929, les bons du Trésor ont toujours été de courte durée et remboursés à l'échéance ; depuis lors, ils ont été souvent renouvelés. A partir du 30 juin 1931, conformément au plan qu'ont présenté les Premiers Ministres pour financer les déficits budgétaires des Etats, la Banque du Commonwealth s'est engagée à rembourser les bons du Trésor venus à échéance pour les rendre ainsi plus acceptables aux banques commerciales et à les réescompter à un taux qui ne différerait pas plus de 1/4 % de celui auquel ils avaient été émis.

La technique de l'expansion du crédit par l'émission des bons du Trésor escomptés par la Banque du Commonwealth présente un intérêt général et mérite d'être examinée en détail. Supposons¹ que le Gouvernement du Commonwealth émette pour 10 millions de livres de bons du Trésor pour financer ses dépenses et qu'il consolide dans la suite 7 millions de bons du Trésor par un emprunt à plus long terme. Les changements successifs survenus dans le bilan de la banque ressortent de l'examen du tableau suivant (en millions) :

1. Cf. *Report of the Royal Commission to Inquire into the Monetary and Banking Systems in Australia*, p. 62.

L'expansion du crédit par l'émission des bons du Trésor

	ACTIFS			PASSIFS			
	Bons du Trésor	Autres actifs	Total	Dépôts du Gouvernement	Dépôts des banques	Autres passifs	Total
Situation :							
1. Avant l'émission de bons du Trésor	—	80	80	5	20	55	80
2. Après l'émission de bons du Trésor	10	80	90	15	20	55	90
3. Après les dépenses du gou- vernement	10	80	90	5	30	55	90
4. Après l'émission d'un em- prunt de consolidation	10	80	90	12	23	55	90
5. Après le remboursement partiel des bons	3	80	83	5	23	55	83

Lorsque la Banque du Commonwealth escompte des bons du Trésor au profit du Gouvernement, elle prête de l'argent à l'Etat et elle reçoit en contre-partie des fonds d'Etat à court terme. L'actif et le passif de la banque augmentent d'un montant équivalent (deuxième stade). Les dépôts du Gouvernement s'accroissent et le portefeuille de titres s'élève. Le Gouvernement a droit de tirer des chèques jusqu'à concurrence de 10 millions et il y recourt au fur et à mesure de ses dépenses ordinaires (si l'émission de bons du Trésor a pour but de financer le déficit budgétaire) ou de ses dépenses extraordinaires (si l'opération est destinée à procurer des fonds pour l'exécution d'un programme de travaux publics). Les créanciers de l'Etat qui reçoivent ces chèques à titre de paiement les présentent aux banques commerciales en y augmentant ainsi leurs dépôts ou en remboursant les avances qu'elles leur ont consenties. Lorsque les banques commerciales présentent ces chèques à la Banque du Commonwealth, leurs dépôts s'accroissent auprès de l'institut d'émission tandis que diminuent

d'un montant correspondant ceux du Gouvernement (troisième stade). Comme les dépôts des banques commerciales auprès de la banque centrale sont l'équivalent de leurs disponibilités, leur encaisse s'accroît de telle sorte que, au terme de ce processus, elles se trouvent dans une situation plus liquide qu'au début. Par ailleurs, la liquidité des banques commerciales diminue lorsque le Gouvernement consolide les bons du Trésor en substituant un emprunt à long terme aux titres à court terme (7 millions dans l'exemple ci-dessus). Dans ce cas, les dépôts du Gouvernement auprès de la Banque du Commonwealth augmentent par suite des versements effectués par les souscripteurs de l'emprunt tandis que ceux des banques commerciales diminuent (quatrième stade). Lorsque les bons du Trésor arrivent à échéance, le Gouvernement, pour y faire face, tire des chèques sur son compte de telle sorte que diminuent ses dépôts et que les bons du Trésor escomptés se trouvent supprimés.

La Banque du Commonwealth a pratiqué les opérations d'escompte de bons du Trésor surtout au début de l'expansion monétaire actuelle. Depuis le 30 juin 1931, date à laquelle elle s'est engagée à réescompter les bons venus à échéance, jusqu'à la fin de 1932, son portefeuille a passé de 20,6 millions à 50 millions de livres, montant autour duquel il a plus ou moins flotté pendant les deux années suivantes. Le taux d'escompte qui était de 6 % en 1930 fut graduellement ramené à 1 3/4 en janvier 1935, taux auquel il s'est maintenu jusqu'à l'heure actuelle. Outre l'escompte des bons du Trésor, la banque a souscrit à tous les emprunts à long terme, à l'exception d'un seul, que le Gouvernement a émis de novembre 1932 à novembre 1936. Le montant total des emprunts sous-

crits était de 84,3 millions de livres ; la Banque du Commonwealth, avec la Caisse d'épargne du Commonwealth, en a gardé pour 15,2 millions ¹.

Les résultats de cette politique ont donné lieu à différentes appréciations. Certains économistes australiens sont allés jusqu'à considérer que l'expansion du crédit par l'escompte des bons du Trésor a constitué l'élément le plus important dans la reprise des affaires. D'autres ont contesté cette opinion, mais tous les observateurs sont d'accord pour reconnaître le rôle considérable qu'ont joué les opérations de la Banque du Commonwealth ². Tous les membres de la Commission royale chargée de faire une enquête sur le système monétaire et bancaire en Australie ont estimé, à l'exception d'un seul, qu'il aurait mieux valu que la banque d'émission eût procédé plus tôt à l'expansion du crédit. « Cette expansion aurait due

1. Le mouvement d'expansion monétaire en Australie apparaît à l'examen du tableau suivant (en millions de livres) :

Fin de :	BANQUE DU COMMONWEALTH							Banques commerciales Dépôts à vue b)
	Or	Avoirs à l'étranger	Fonds d'Etat australiens	Autres valeurs	Prêts, avances et escomptes en faveur d'autres personnes que l'Etat	Billets en circulation	Exigibilités à vue b)	
1929	18,2	7,9	25,7	7,7	18,6	42,4	15,5	99,4
1930	15,4	4,3	23,3	6,3	20,9	42,5	7,6	85,2
1931	10,5	13,3	61,9	10,5	19,2	48,4	8,9	89,0
1932	8,5	18,0	57,6	10,9	22,2	45,2	6,1	87,7
1933	0,5	34,7	58,7	9,5	18,3	45,2	7,2	94,7
1934	0,5	39,2	59,9	9,5	22,8	45,2	10,5	103,4
1935	0,5	30,4	66,0	9,5	17,1	46,3	10,5	110,6
1936	a) 0,3	38,2	69,8	8,1	22,1	47,2	16,4	111,7
1937	a) 0,3	48,9	88		...	50,3	...	122,7

a) Au cours du marché.

b) Moyenne du dernier trimestre

2. Cf. Société des Nations, *Revue de la situation économique mondiale*, 1933-34, p. 30.

déjà être entreprise comme politique lorsque diminuèrent les avoirs à Londres à la fin de 1929, et elle aurait dû être développée sur une grande échelle en 1930 lorsque le système bancaire australien perdit de l'or. De 1929 à 1931, la Banque du Commonwealth ne souscrivait qu'à contre-cœur les bons du Trésor et elle interrompit complètement ses souscriptions au début de 1931 parce qu'elle redoutait les effets qu'auraient des déficits grandissants sur le système monétaire. Même après le plan des Premiers Ministres en juin 1931, la banque paraît avoir hésité à procéder à l'expansion qui lui était demandée. Il semble qu'elle considérait alors les bons du Trésor beaucoup plus comme un moyen d'assister les Gouvernements que comme une méthode d'expansion du crédit »¹. C'est pour cela qu'elle décida en 1935 de ne pas escompter les bons du Trésor destinés à financer des travaux publics et qu'elle s'efforça de limiter les opérations d'escompte à un « montant raisonnable »².

A la fin de février 1936, la Banque du Commonwealth a offert, sur le marché libre, pour un million de livres de bons du Trésor qu'elle détenait. L'offre de la banque de vendre des bons du Trésor au public a été interprétée comme un essai de créer un marché libre en vue de renforcer son contrôle. Cette mesure n'a d'ailleurs pas été couronnée de succès car le public n'a absorbé que pour un montant de 315.000 livres de ces bons³.

La Banque du Commonwealth n'a pas pratiqué jusqu'ici les opérations sur le marché libre. « Pendant que s'élargissait, en 1931 par exemple, le volume du crédit

1. *Report of the Royal Commission to Inquire into the Monetary and Banking Systems in Australia*, p. 212.

2. *Ibid.*, p. 64.

3. Cf. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1935-36, vol. I, p. 27.

par l'émission des bons du Trésor, il n'était pas nécessaire de procéder alors à des achats de titres. Plus tard, lorsque les conditions s'améliorèrent quelque peu et que la banque chercha à consolider les bons du Trésor, il aurait été possible de rétrécir le volume du crédit par des ventes de titres si cette action avait été jugée désirable »¹. Les raisons pour lesquelles la banque n'a pas pratiqué les opérations sur le marché libre tiennent aux difficultés auxquelles se seraient heurtées ses interventions. En particulier, la banque a estimé que le marché de titres d'Etat était trop étroit et que les ventes d'une certaine envergure auraient affecté le cours des fonds d'Etat et le taux d'intérêt.

Malgré ces difficultés, la Commission d'enquête a recommandé, sauf l'avis contraire d'un de ses membres, l'établissement d'un marché libre de fonds d'Etat en Australie et la pratique des opérations sur le marché libre².

4. Canada

L'expansion monétaire au Canada s'est effectuée sans l'intervention de la banque centrale car la Banque du Canada n'a commencé ses opérations qu'en 1935. L'augmentation de la quantité d'instruments monétaires a été le résultat de l'amélioration de la balance commerciale du pays. Toutefois, le fléchissement des taux d'intérêt qui s'est manifesté depuis 1932, a été stimulé par la politique du Gouvernement qui, pour provoquer une

1. *Report of the Royal Commission*, p. 217.

2. *Op. cit.*, p. 225 et 233.

aisance monétaire plus grande, a accordé des avances aux banques à charte qui les ont utilisées dans une large mesure pour acheter des titres du Dominion. C'est ainsi qu'en novembre 1932 l'encaisse des banques commerciales a été renforcé grâce aux avances de 35 millions de dollars de billets du Dominion qui leur ont été consenties (il s'agissait de grosses coupures qui n'entraient pas dans la circulation ordinaire).

La Banque du Canada, créée en mars 1935, en vertu de la loi du 4 juillet 1934¹, comme société anonyme privée et transformée par la loi du 23 juin 1936 en société mixte à participation de l'Etat, est autorisée à effectuer les opérations sur le marché libre. Le droit de la banque d'acheter et de vendre les titres du Gouvernement du Dominion est le résultat de recommandations de la Commission royale, qui a ainsi justifié, dans son rapport, l'utilité de la politique du marché libre² : « Le fait que la nouvelle institution au Canada ne serait pas à même de se servir de tous les instruments de contrôle que l'on utilise dans les pays plus anciens et mieux développés au point de vue financier, ne nous paraît pas être une raison valable pour renoncer à développer un contrôle qui pourrait certainement s'exercer. Le système financier et la vie économique au Canada sont déjà assez développés pour donner une importance suffisante à des instruments tels que le taux d'escompte, les achats et ventes de titres et les opérations sur le marché des devises

1. D'après le préambule de la loi, l'objet de la banque est « de régler le crédit et la monnaie au mieux des intérêts de la vie économique de la nation... et d'atténuer, par son influence, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de la main-d'œuvre, pour autant qu'il sera possible de le faire dans le cadre des mesures monétaires ».

2. *Report of the Royal Commission on Banking and Currency in Canada*, 1933, article 229.

étrangères : une banque centrale bien administrée serait ainsi à même d'exercer une influence décisive sur la situation du crédit au Canada ».

La Banque du Canada est intervenue sur le marché libre dès sa constitution ¹. La diminution du portefeuille de fonds d'Etat qui apparaît dans les situations de la Banque en juillet 1935, est due au fait que la plus grande partie du bénéfice tiré de la réévaluation de l'encaisse-or et attribué au Gouvernement a été utilisée pour racheter des titres d'Etat, détenus par la Banque du Canada (plus de 50 millions de dollars). L'augmentation du portefeuille de titres, au cours de la période postérieure à la réévaluation de l'encaisse-or de la banque, a été due aux achats de bons du Trésor à trois mois, effectués par l'institut d'émission soit pour neutraliser les effets déflationnistes de certaines transactions nécessitées par la constitution de la banque, soit pour exercer une pression sur le taux d'intérêt à court terme. En 1936 et 1937, le portefeuille de titres d'Etat de la banque s'est accru

1. Le mouvement des principaux postes de la Banque du Canada et celui des dépôts à vue des banques à charte ressortent du tableau suivant (en millions de dollars) :

Fin de :	BANQUE DU CANADA							Banques à charte Dépôts à vue
	Or a)	Avoirs à l'étranger	Avances et es-comptes	Titres du Gouvernement du Dominion		Billets en circulation	Dépôts des banques à charte	
				A court terme	Autres			
13 mars 1935 ...	107	—	—	35	115	98	152	—
3 juillet 1935 ...	107	14	5	30	120	77	171	—
10 juillet 1935 ..	180	14	5	19	80	77	183	—
Décembre 1935 .	181	4	3	31	83	100	182	641
Décembre 1936 .	180	11	—	61	99	136	187	682
Décembre 1937 .	180	15	—	82	92	165	200	699

a) Réévalué le 10 juillet 1935.

de nouveau. La reprise économique a provoqué un fort accroissement de la circulation monétaire et du volume de crédits bancaires. Pour faire face à cette demande de disponibilités, la Banque du Canada a procédé à d'importants achats de fonds d'Etat sur le marché libre (70 millions de dollars de la fin d'août 1936 au début de décembre 1937). Elle a ainsi permis aux banques à charte de s'adapter à la nouvelle situation et de maintenir, malgré un accroissement sensible de la demande de nouveaux crédits, des taux d'intérêt peu élevés. « Le fait que la Banque du Canada a augmenté son portefeuille de titres en un temps où l'encaisse des banques commerciales étaient encore très grande, prouve donc qu'elle est décidée à ne pas permettre, à l'heure actuelle, un resserrement bancaire pour freiner le boom »¹.

5. Argentine

La Banque centrale de la République argentine, constituée en mai 1935 en vertu de la loi du 28 mars de la même année, a obtenu le pouvoir de pratiquer les opérations sur le marché libre qui sont cependant restreintes aux bons du Trésor consolidés. Lors de sa constitution, la banque avait acquis pour 400 millions de pesos de ces bons². Pendant la première période de son fonctionnement, la banque a offert aux banques actionnaires des certificats de participation à ces bons pour résorber

1. *The Economist*, 16 octobre 1937, *Banking Supplement*, p. 12.

2. Il ne s'agissait pas d'une nouvelle émission, mais de la conversion du solde des titres de l'Emprunt patriotique déposés en nantissement à la Caisse de conversion, chargée d'émettre des billets (145 millions de pesos) et de bons du Trésor cautionnés auprès de la Banco de la Nación (254 millions).

ainsi l'excédent de leurs disponibilités. Les banques souscrivirent immédiatement pour une valeur nominale de 250 millions de pesos, mais à la fin de 1935 les certificats ne furent renouvelés que pour une valeur de 180 millions. En 1936, le solde de 220 millions fut repris par les banques commerciales dont les disponibilités furent réduites de cette même somme¹. Les banques ne pouvaient d'ailleurs pas investir sous cette forme l'excédent total de leur encaisse par rapport au minimum légal car elles n'étaient autorisées, depuis juillet 1936, à participer aux soumissions que si elles maintenaient une encaisse atteignant au moins 25 % de leurs engagements à vue et 12,5 % de leurs engagements à terme.

En 1937, les autorités monétaires ont pratiqué une politique analogue en retirant du marché, par des ventes de bons du Trésor, une quantité de fonds proportionnelle à celle qui lui était apportée par les achats de devises étrangères. La banque centrale, après avoir exposé au Gouvernement la nécessité de renforcer la capacité de résorber les capitaux en excédent, a été autorisée le 24 novem-

1. Les opérations de la Banque centrale peuvent être résumées ainsi (en millions de pesos) :

BANQUE CENTRALE DE LA REPUBLIQUE ARGENTINE							
Fin de	Or	Avoirs à l'étranger	Bons du Trésor consolidés	Titres nationaux	Billets en circulation	Dépôts des banques	Certificats de participation
Mai 1935 ..	1.224	122	400	—	967	581	—
Juin 1935 ..	1.224	117	400	—	940	246	211
Déc. 1935 ..	1.224	129	400	14	982	482	179
Déc. 1936 ..	1.224	303	399	19	1.094	426	399
Déc. 1937 ..	1.354	68	398	24	1.150	355	310

bre 1936 à procéder à des négociations de bons du Trésor, jusqu'à concurrence de 100 millions de pesos, et à compenser ainsi les fonds qu'elle fournissait au marché par des achats de devises. Les bons du Trésor émis à cet effet sont des valeurs distinctes de celles qui sont négociées pour faire face aux besoins financiers du Trésor. Le service d'intérêt nécessité par ces bons spéciaux n'est pas une charge pour le Trésor car il est assuré grâce à une commission supplémentaire perçue sur les achats et les ventes de change. Cette mesure « s'est révélée efficace »¹ et elle a été appliquée sur une échelle assez considérable car les bons ainsi négociés atteignaient au 31 décembre 1936 déjà 67,5 millions de pesos. C'est une mesure analogue de stérilisation de l'or que celle pratiquée aux Etats-Unis depuis décembre 1936.

6. Allemagne

Avant la grande guerre, la Reichsbank, autorisée en vertu de la loi constitutive du 14 mars 1875 à acheter des effets sur le marché libre, ne se servait pas de son droit². Toutefois, depuis 1900, la banque vendait de temps à autre des bons du Trésor à la bourse pour restreindre les disponibilités du marché et agir ainsi sur le taux d'es-compte privé. Des ventes assez considérables de bons du Trésor ont eu lieu notamment en 1903, 1904 et 1909, sans résultat positif en général, à cause de l'aisance du

1. *Deuxième rapport annuel de la Banque centrale*, 1937.

2. Cf. pour l'historique des opérations sur le marché libre en Allemagne, Karl R. Bopp, *Die Politik der Deutschen Bank seit der Stabilisierung*, dans le *Wetwirtschaftliches Archiv*, novembre 1935 ; Arnold R. Braden, *Die offene Markt-politik*.

marché monétaire. Lors de l'enquête sur les banques en 1908, on a estimé que la Reichsbank devrait détenir une quantité suffisante de bons du Trésor pour pouvoir agir éventuellement sur le marché par des ventes de titres.

Pendant la grande guerre, la politique restrictive du marché libre a été abandonnée afin de ne pas entraver la conduite des hostilités. Au cours de la période d'après-guerre, la banque n'était évidemment pas à même de vendre des bons du Trésor. Après la stabilisation du mark, la loi du 30 août 1924 sur la réorganisation de la Reichsbank a limité, à un plafond de 100 millions de marks qui fut relevé à 400 millions en 1926, le montant des bons du Trésor que la banque était autorisée à escompter sous certaines conditions. Dans ces conditions, la Reichsbank n'avait plus la possibilité de pratiquer les opérations sur le marché libre. Toutefois, pour remédier à cette situation, elle avait recours à certains procédés indirects qui avaient plus ou moins les mêmes effets que les ventes de titres sur le marché libre : elle n'admettait au réescompte que des effets de courte durée, obligeant par là même les banques à s'adresser à elle plus souvent, ce qui lui permettait de conserver un certain contrôle du marché ; elle réescomptait, surtout dans les années 1924-1925, une partie de son portefeuille auprès des caisses publiques, retirant ainsi des disponibilités du marché monétaire ; à la fin de 1926, la Golddiskontbank, liée étroitement à la Reichsbank, a tiré, pour la première fois, sur elle-même des lettres de change qui ont été escomptées pour pouvoir réduire les disponibilités du marché monétaire.

Au cours des années de crise, ces diverses mesures de restriction ont été abandonnées. Le 20 septembre 1933, la Reichsbank a annoncé qu'elle introduirait sous peu la

politique du marché libre. Les autorités monétaires ont alors inauguré une politique d'expansion du crédit¹. On connaît les conditions dans lesquelles le revirement de la politique monétaire s'est opéré — crise politique et économique du pays — ainsi que les raisons qui l'ont déterminé : nécessité de compenser la forte diminution d'or et de devises étrangères de la Reichsbank par d'autres avoirs, effets ou titres, susceptibles de sauvegarder le volume de la circulation monétaire et du crédit à un niveau compatible avec les besoins de liquidité au moment d'une crise aiguë ; nécessité de procurer des moyens appropriés pour financer les travaux publics et le réarmement ; nécessité d'améliorer le crédit de l'Etat. Cette dernière raison semble avoir été décisive pour l'introduction de la politique du marché libre. La baisse des cours de certains titres du Reich, titres de première catégorie, était alors telle que leur rendement était de 8 % tandis que le taux d'escompte de la Reichsbank n'était que de 4 %. La hausse du taux d'intérêt à long terme rendait impossibles les travaux publics aussi bien que les investissements des particuliers. La forte baisse du cours des titres d'Etat mettait en déséquilibre les bilans des banques, des caisses d'épargne et des compagnies et institutions publiques d'assurance. « Aussi longtemps que la Banque d'Empire n'avait point eu le droit d'exécuter les opérations sur le marché libre, l'obligation à revenu fixe ne pouvait être considérée, sans plus, comme placement liquide des banques ou caisses d'épargne »². En fait, la nouvelle que la politique du marché libre allait

1. Cf. Friedrich Sarow, *Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung*, p. 72.

2. Karl Kraemer, *L'Etat et la politique du crédit en Allemagne depuis 1933*, dans la *Revue économique internationale*, octobre 1936, p. 20.

être introduite en Allemagne a fait monter à elle seule l'indice des rentes de 75 à 85 avant que la Reichsbank ait seulement effectué les premiers achats de titres.

Les principales dispositions de la loi du 28 octobre 1933, revisant le statut de la Reichsbank pour lui permettre d'acheter des titres, peuvent se résumer ainsi : la banque a le droit d'acheter ou de vendre, pour son propre compte, des titres à revenu fixe sur lesquels elle n'est pas autorisée, par la loi bancaire de 1924, à consentir des avances ; outre les titres du Reich, la banque peut acheter des obligations des Pays, des communes, des chemins de fer et des institutions de crédit de droit public, des lettres de gage des banques hypothécaires et des titres garantis par le Reich et les Pays. Les titres achetés sur le marché libre peuvent être englobés dans la couverture des billets.

La banque n'a usé que très sobrement de son droit d'acheter des titres¹. La direction de la banque a fait savoir qu'elle envisageait cette politique surtout comme un moyen de régulariser le cours des titres publics et qu'il ne fallait pas lui accorder une importance exagérée.

1. Le mouvement des principaux postes de la Reichsbank et des dépôts à vue des banques, apparaît à l'examen du tableau suivant (en millions de marks) :

Fin de :	REICHSBANK							Banques commerciales Dépôts à vue
	Or	Avoirs à l'étranger	Autres effets et chèques	Titres		Billets en circulation	Exigibilités à vue	
				De couverture	Autres			
1929	2.283	404	2.608	—	93	5.044	485	4.490
1930	2.216	469	2.366	—	102	4.778	417	4.565
1931	984	172	4.144	—	161	4.776	555	3.870
1932	806	114	2.806	—	398	3.560	459	3.494
1933	386	9	3.177	259	322	3.645	511	3.155
1934	79	5	4.021	445	319	3.901	995	3.372
1935	82	5	4.498	349	315	4.285	841	3.297
1936	66	6	5.448	221	303	4.980	753	3.674
1937	71	6	6.013	106	286	5.493	...	...

Le portefeuille de titres de couverture qui s'est élevé de 259 millions de marks à la fin de 1933 et à 445 millions en décembre 1934, a accusé dans la suite une tendance ininterrompue à la baisse.

Outre les achats de titres dont l'ampleur n'a jamais été considérable, la Reichsbank a procédé, depuis 1933, aux achats d'effets. Comme on le sait, le portefeuille d'effets de la Reichsbank (poste « autres effets et chèques » du bilan) comprend en partie seulement des effets commerciaux proprement dit et se compose surtout de traites tirées sur diverses organisations officielles chargées de réaliser le programme des travaux du Gouvernement (effets de création du travail, effets de réarmement etc.). Dans ces conditions, l'expansion monétaire en Allemagne est donc le résultat d'achats d'effets « spéciaux » par la Reichsbank¹. « Les achats croissants de traites spéciales par la Reichsbank ont eu les mêmes effets qu'une politique du marché libre », estime la publication officielle *Wirtschaft und Statistik*². De même, Friedrich Sarow identifie les achats d'effets « spéciaux » aux achats de titres en distinguant une politique du marché libre directe, opérant avec des titres, et une politique indirecte, fondée sur l'achat d'effets « spéciaux ». « Le financement préliminaire par effets n'est qu'une politique du marché libre déguisée » et « les traites de

1. A la fin d'octobre 1937, le portefeuille d'effets de la Reichsbank s'élevait à 5.578 millions de marks alors qu'il n'était que de 4.888 millions en octobre 1936. D'après le correspondant à Berlin du *Statist*, 27 novembre 1937, p. 729, on estime que les effets « spéciaux » de réarmement et de création du travail représentaient quatre cinquièmes du portefeuille d'effets de la banque. Celui-ci s'est accru, du 1^{er} novembre 1936 au 31 octobre 1937, de 690 millions. Par ailleurs, on a émis dans cette même période quatre emprunts de consolidation d'effets « spéciaux » d'un montant de 2.950 millions.

2. *Die Deutsche Wirtschaft im I. Halbjahr, 1937*, dans la *Wirtschaft und Statistik*, N° 10, 1937, p. 373.

création du travail, à échéance de trois mois, mais pouvant être prolongées pendant des années, ne sont au fond que des titres qui ont pris la forme de lettres de change »¹.

Le résultat de cette expansion monétaire par les achats d'effets « spéciaux » de création du travail et de réarmement a été une abondance de monnaie sous forme d'argent à circulation strictement intérieure. L'abondance monétaire a exercé une pression sur le taux d'intérêt et elle a facilité la consolidation et la conversion de la dette publique.

L'accroissement du portefeuille d'effets de la Reichsbank a augmenté la liquidité des banques commerciales à un tel point que, pour absorber l'excédent des disponibilités sur le marché de Berlin et éviter le risque d'un excès de liquidité, la Golddiskontbank a émis, depuis mai 1935, des billets à ordre ou *Solawechsel*, souscrits par les banques commerciales et recherchés comme un placement très liquide. Le montant de ces billets en circulation accuse de fortes fluctuations suivant la situation sur le marché monétaire.

7. Japon

Les opérations de la Banque du Japon sur le marché libre ont été la base de l'expansion monétaire depuis 1932, déterminée par le déséquilibre budgétaire de l'Etat dû aux armements et aux opérations militaires dans les quatre provinces orientales de la Chine.

1. *Op. cit.*, p. 78 et 89.

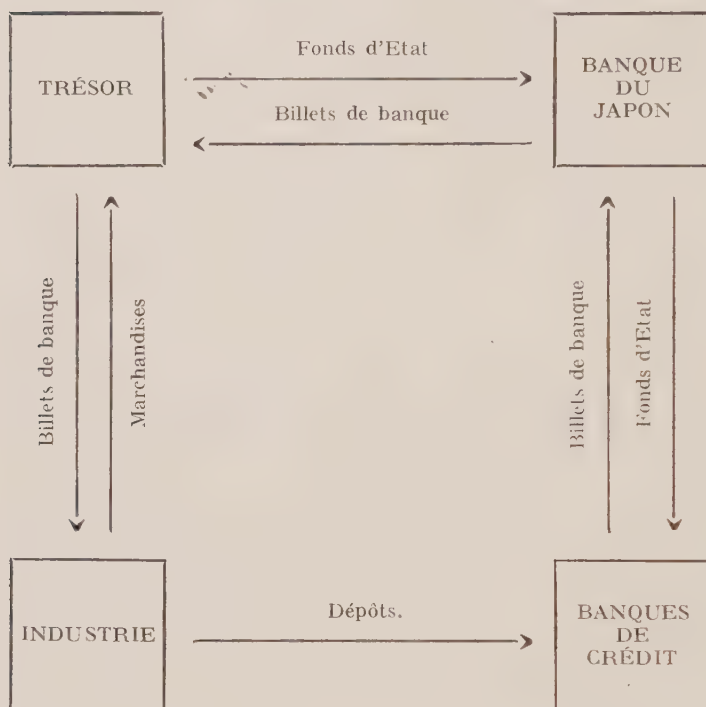
La Banque du Japon a été autorisée à pratiquer des opérations de grande envergure sur le marché libre par la loi du 1^{er} juillet 1932. En vertu de cet amendement du statut de la banque, la limite d'émission des billets qui pouvaient être couverts par des effets et des titres, a été portée de 120 millions à 1 milliard de yens.

De la fin de 1931 à la fin de 1936, le portefeuille de fonds d'Etat de la Banque du Japon a passé de 260 à 764 millions de yens. La technique de ces opérations sur le marché libre présente certains traits particuliers : la Banque du Japon, au lieu d'acheter des titres sur le marché libre, les souscrivait directement auprès du Trésor et en revendait ensuite la majeure partie aux banques de crédit¹; celles-ci achetaient ces titres à mesure que les industriels, recevant comme paiement pour leurs fournitures à l'Etat les billets créés par la Banque du Japon, en déposaient une partie auprès des banques de crédit. Le Professeur Mitsutaro Araki, de Tokio, trace le schéma suivant de ces opérations² :

1. Les achats et les ventes de fonds d'Etat, de bons du Trésor, etc. par la Banque du Japon sont résumés ci-après (en millions de yens) :

	1932	1933	1934	1935	1932-1935
Achats	1.596	2.793	1.807	1.810	8.006
Ventes	1.290	2.676	1.842	1.728	7.536
Différence	+306	+117	— 35	+82	+ 470

2. *Kreditverfassung und Kreditpolitik im japanischen Industrialisierungsprozess* dans le *Weltwirtschaftliches Archiv*, juillet 1937, p. 204.

Schéma de la politique du marché libre au Japon

De 1931 à 1936, le montant total des fonds d'Etat en circulation a passé de 4.525 millions de yens à 9.072 millions; le portefeuille de fonds d'Etat de la Banque du Japon s'est accru de 504 millions et celui des banques commerciales, caisses d'épargne, sociétés de placement et Bureau de dépôts du Trésor s'est relevé de 2.896 à 5.847 millions. Le rendement moyen de fonds d'Etat qui dépassait 6 % à la fin de 1931, est tombé à un chiffre inférieur à 4 % en 1937; ce mouvement continu s'est interrompu momentanément en 1934 lorsque la Banque du Japon réduisit, pour un certain temps, son portefeuille de fonds

d'Etat. Le taux officiel de l'escompte a été ramené au niveau le plus bas que la banque ait jamais pratiqué et des conversions de titres d'Etat de grande envergure ont été effectuées en 1936.

8. Nouvelle-Zélande

La Banque de réserve de Nouvelle-Zélande qui a commencé ses opérations en août 1934, était autorisée, en vertu de la loi du 27 novembre 1933, à acheter et à vendre des fonds d'Etat sur le marché libre pour autant que son portefeuille de titres ne dépasserait pas le double du capital versé. Les fonds d'Etat que la banque avait le droit d'acheter étaient les titres du Gouvernement néo-zélandais ou ceux du Gouvernement britannique.

L'autorisation que la loi de 1933 conférait à la banque d'acheter des titres d'Etat jusqu'à une valeur double du capital versé, a été bientôt trouvée insuffisante. Le rapport du comité monétaire, nommé par le Gouvernement pour faire une enquête sur le système monétaire et les mesures de réforme proposées par certains comme préférables au système néo-zélandais en vigueur, présente les objections suivantes contre la limitation du pouvoir de la banque d'intervenir sur le marché libre¹ : « Si la banque désire investir son capital et ses réserves en titres à long terme, elle sera en mesure d'acheter, pendant les quatre premières années, en vue d'opérations sur le marché libre, pour 1.500.000 livres de nouveaux fonds d'Etat à long terme, mais à la fin de cette période de quatre ans...

1. *Report of the Monetary Committee, New Zealand*, juillet 1934, art. 63 et suiv.

la banque ne pourra plus entreprendre de nouvelles opérations sur le marché libre. Le but de la restriction que la loi constitutive a imposée à la banque était d'empêcher que l'institut d'émission ne fût saturé par des titres à long terme, et cette restriction était souhaitable ; il est cependant tout aussi désirable et, en fait, essentiel que la banque ait le pouvoir d'entreprendre des opérations sur le marché libre à tout moment pour exercer une influence directe sur le marché . On estime donc que la banque devrait être autorisée à acheter des titres d'Etat à long terme jusqu'à concurrence du triple de son capital et de ses réserves. On recommande une modification de la loi dans ce sens ».

Malgré cette recommandation qu'avait faite le comité de limiter les opérations sur le marché libre au triple du capital et des réserves de la banque, la loi constitutive de l'institut d'émission a été modifiée de façon beaucoup plus radicale que ne le proposait le rapport. Après la constitution du Gouvernement travailliste, la banque, nationalisée par la loi du 8 avril 1936, a reçu le droit de souscrire aux emprunts à long terme que le Gouvernement désirerait contracter pour couvrir les dépenses autorisées au préalable par le Parlement ; en outre elle a été autorisée à faire des avances sur les bons du Trésor à concurrence d'un maximum égal au montant intégral des revenus budgétaires prévus pour l'année ¹.

1. D'après le Ministre des Finances, M. Walter Nash, « le contrôle de la monnaie et du crédit est une prérogative de l'Etat et l'on ne peut guère penser qu'il devrait rester aux mains privées ». La fonction de la banque centrale est « d'appliquer, autant que possible, la politique monétaire du Gouvernement telle que le Ministre des Finances la lui fait connaître de temps à autre », « Nous nous servirons du crédit public pour créer de nouvelles richesses ». En fait, le Gouvernement a utilisé les moyens tirés des achats de titres par la Banque surtout pour financer la construction des écoles et des maisons. Cf. *Midland Bank's Monthly Review*, novembre-décembre 1936 ; *The Economic Journal*, septembre 1936, p. 559 ; *The Economist*, 27 mars 1937.

Au cours de l'année 1936, le montant des avances consenties à l'Etat et aux entreprises de l'Etat est passé de 0 à 8 millions de livres néo-zélandaises et la banque a augmenté son portefeuille de titres d'Etat de 1 million de livres. Par ailleurs, le taux d'escompte a été ramené de 2 1/2 à 2 % au milieu de l'année.

9. Pologne

La Banque de Pologne a été autorisée par la loi du 26 mars 1935 à acheter et à vendre des fonds d'Etat, des valeurs communales et des obligations hypothécaires, cotées dans les bourses polonaises. Le portefeuille de titres de la banque ne doit cependant pas dépasser 150 millions de zloty. Avant cette modification de la loi constitutive, la banque avait le droit de détenir des titres jusqu'à concurrence de 10 % de son capital et de ses réserves. Comme le montant du capital et des réserves était, au moment de la modification du statut de la banque, de 264 millions de zloty, le nouveau régime lui permet d'augmenter son portefeuille de titres de 26,4 millions à 150 millions de zloty.

Cette modification des statuts de la banque « devait permettre à l'institut d'émission de participer à l'aménagement des dettes agricoles par la conversion de certains engagements à court terme en engagements à long terme »¹. Sur la base de ces nouvelles prescriptions statutaires, la Banque de Pologne a converti en 1936 des effets agricoles et des acceptations de la Banque d'acceptation

1. *Compte rendu des opérations de la Bank Polski*, 1937, p. 18.

en lettres de gage foncières 4 1/2 % jusqu'à concurrence de 62,6 millions de zloty et en obligations 4 1/2 % de la Banque d'acceptation jusqu'à concurrence de 28 millions. En outre, la Banque de Pologne a acheté en 1936 des obligations de la Banque d'acceptation et des fonds d'Etat ; une partie des obligations de la Banque d'acceptation et des lettres de gage foncières a été inscrite au portefeuille du fonds de réserve (13 millions), mais la majeure partie a été portée au portefeuille de titres de la banque qui s'est accru de 83 millions et s'élevait, au 31 décembre 1936, à 136 millions de zloty.

10. Norvège

Le pouvoir de la Banque de Norvège d'effectuer des opérations sur le marché libre, droit qui n'était pas clairement énoncé dans la loi constitutive de la banque, a été nettement défini par la loi du 30 juin 1936. En vertu de cette loi, la banque a été autorisée à relever de 250 millions à 325 millions de couronnes le montant des billets qu'elle a le droit d'émettre en excédent de son encaisseur (celle-ci continue d'ailleurs à être évaluée à l'ancienne parité).

11. Pays-Bas

La Banque des Pays-Bas a reçu le pouvoir de procéder à des opérations sur le marché libre par la loi du 2 février 1937. Ce nouveau droit lui a été conféré à l'occasion de la prorogation de la charte constitutive de la banque pour une période de cinq ans à partir du 1^{er} avril 1937. La

banque est autorisée à acheter et à vendre sur le marché libre des lettres de change et des bons du Trésor ; les lettres de change doivent être acceptées par des banques ou des banquiers fixés aux Pays-Bas et leur période d'échéance ne doit pas avoir une durée supérieure à celle qu'exigent les usages du commerce ; les bons du Trésor doivent se trouver, avant que la banque ne les achète, entre les mains de tiers (art. 11, al. 3 de la loi relative à la Banque des Pays-Bas).

Dans l'exposé des motifs du projet de loi, il est dit que la doctrine et la pratique sont maintenant d'accord pour estimer qu'il convient qu'une banque d'émission, agissant sur un marché de l'argent aussi important que celui d'Amsterdam, soit dotée de moyens modernes et ait la possibilité de pratiquer une politique d'*open market*. Pour apprécier pleinement l'importance de l'autorisation conférée à la banque d'acheter et de vendre, de sa propre initiative, les effets de commerce et les bons du Trésor, il faut rappeler que l'institut d'émission ne pouvait jusque là agir sur le marché monétaire que par des modifications du taux d'escompte. « Sous le régime de la loi actuellement en vigueur, dit l'exposé des motifs, la banque ne peut agir sur le marché que par le relèvement ou l'abaissement de son taux d'escompte. Mais il peut très bien arriver qu'un relèvement du taux d'escompte de la banque d'émission ne soit pas suivi par un relèvement des taux privés, si les autres prêteurs, c'est-à-dire les banques privées en premier lieu, disposent de liquidités suffisantes pour maintenir le taux du crédit à un niveau peu élevé. Ainsi, c'est seulement lorsque les taux privés sont augmentés partout et lorsque les divers emprunteurs commencent à s'adresser aussi à la banque

d'émission que le taux officiel de l'escompte devient effectif. Il s'en suit que, fréquemment, la banque doit assister passivement aux mouvements du marché de l'argent. En recevant l'autorisation de pratiquer une politique d'*open market*, elle pourra donc exercer son influence sur le marché mieux qu'elle n'a pu le faire jusqu'à présent ».

Le principal but des opérations sur le marché libre est de régulariser le loyer de l'argent. Bien que la banque ait seulement le droit d'acheter des bons du Trésor lorsqu'ils se trouvent avant leur achat entre les mains de tiers, « il va de soi qu'elle tiendra compte, autant que possible, des nécessités spéciales du Trésor sur le marché intérieur de l'argent »¹.

Le Fonds de stabilisation des changes, créé le 30 septembre 1936, pratique des opérations de compensation analogues à celles de certaines banques centrales sous le régime de l'étalon-or. Doté de 300 millions de florins de bons du Trésor, le Fonds de stabilisation a échangé au début de son activité un tiers de sa dotation contre de l'or à la Banque des Pays-Bas afin de parer aux sorties éventuelles de capitaux et à une dépréciation trop forte de la monnaie. Le mouvement des capitaux s'est cependant renversé et le Fonds s'est mis à financer les achats d'or en vendant des bons du Trésor sur le marché. Comme

1. Cf. la loi du 2 février 1937 sur la prorogation et modification du privilège de la Banque des Pays-Bas (session de 1935-1936, N° 419) et l'Exposé des motifs, *Bulletin de statistique et de législation comparées*, février 1937, p. 435.

son portefeuille de bons du Trésor a bientôt été épuisé, le Fonds a transféré de grandes quantités d'or à la banque d'émission. « La capacité de compensation du Fonds de stabilisation étant limitée à 300 millions de florins, les achats d'or de la banque, à l'exception des 100 millions qui ont été payés par la restitution d'un montant équivalent des bons du Trésor au Fonds, n'ont pu manquer d'élargir la base interne du crédit »¹.

12. Belgique

Les efforts faits en vue d'autoriser la Banque nationale de Belgique à pratiquer la politique du marché libre se sont manifestés à quatre reprises au cours des années 1926-1937 : lors de la première stabilisation du franc en 1926, la banque n'a pas reçu le pouvoir d'acheter et de vendre des titres d'Etat malgré les efforts qu'ont déployés au Parlement les partisans de cette politique ; en 1935 et en 1936, le Fonds des rentes, doté d'une partie du bénéfice tiré de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque nationale, a pratiqué en fait la politique du marché libre ; au troisième trimestre de 1936 et en mars 1937, des emprunts ont été émis afin de résorber une partie des disponibilités du marché, jugées trop abondantes ; et ce n'est enfin qu'en juillet 1937 que la Banque nationale a été autorisée à effectuer les opérations sur le marché libre.

Le législateur belge, craignant que la banque ne devînt un instrument dans les mains du Gouvernement, a limité,

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 58.

dès 1850, le portefeuille de titres que la banque pouvait acheter, au montant de son capital social. Lorsqu'on préparait au début de 1926 la première stabilisation du franc, le Gouvernement proposa de supprimer cette limite en invoquant l'utilité qu'il y aurait pour la Banque nationale d'agir parfois sur le marché par des achats et des ventes de titres pour « modifier la quantité de monnaie en circulation sans toutefois toucher au volume des crédits accordés » (Chambre, session 1925-1926, *Doc.*, n° 132, p. 10). Le Professeur Chlepner à qui nous empruntons ces renseignements ¹ remarque que la « conception théorique impliquée dans ce texte était assez imprécise, mais en fait il accordait à la Banque nationale le droit d'intervenir dorénavant sur le marché libre ». La Section centrale de la Chambre a cependant rejeté cette proposition à l'unanimité, craignant que « les achats et les ventes de fonds publics ne provoquassent nécessairement des hausses ou des baisses artificielles des cours et ne jetassent la perturbation dans le marché de ces titres ». Elle craignait davantage encore que « l'Etat ne pût, au moyen de cette faculté, contracter de gros emprunts à la banque et amener ainsi une nouvelle inflation ». Le rapport de la Section centrale ajoutait que « les résultats visés pouvaient être atteints aussi facilement par la vente et l'achat des devises » (Chambre, session 1925-1926, *Doc.*, n° 158, p. 36 et suiv.). C'est dans ces conditions que la loi du 26 février 1926 a autorisé la banque à acheter des fonds d'Etat jusqu'à concurrence du double de son capital et de ses réserves. Cependant, lors de la stabi-

1. M.B.S. Chlepner, *Le contrôle du crédit* dans le *Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique*, 10 décembre 1935, p. 370.

lisation finale en octobre 1926, les dispositions antérieures ayant été modifiées, la banque n'a conservé le droit d'acheter des fonds d'Etat que pour une somme ne dépassant pas le montant du capital et des réserves. Il convient d'ajouter encore qu'en vertu de ses statuts, la Banque nationale ne pouvait détenir des bons du Trésor pour une somme supérieure à 100 millions. « On ne voulait donc à aucun prix permettre à la banque de s'engager dans les opérations sur le marché libre. On craignait qu'elles ne conduisent à des immobilisations, crainte compréhensible quand on se souvient de l'état des esprits à cette époque et des épreuves qu'on venait de traverser »¹.

La seconde tentative d'introduire la politique du marché libre en Belgique a été faite après la dévaluation du franc en mars 1935. La plus-value due à la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque nationale a été affectée en partie (un milliard de francs) au Fonds de régularisation des rentes, créé le 11 mai 1935 pour faciliter les opérations de conversion des titres d'Etat sur la base de 4%. Après la conversion, la nouvelle rente 4%, introduite à 97, est tombée à 90 au milieu de l'été 1935. Le Fonds des rentes, après s'être efforcé de contenir ce mouvement, a laissé tomber les cours, étant virtuellement épuisé. « La phase de soutien des rentes a constitué un essai d'*open market policy*. Elle a, en effet, abouti à augmenter le volume du crédit disponible, ce qui a facilité la reprise économique »². Le Fonds des rentes était ainsi

1. Prof. Chlepner, *ibid.*

2. Professeur Fernand Baudhuin dans l'*Agence économique et financière*, 27 juillet 1937. Cf. l'article publié dans le *Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique*, 25 décembre 1935, p. 411 : « Pour nous convaincre du caractère d'*open market policy* de cette opération, il nous suffit de réunir en imagination le Fonds des rentes à la Banque nationale. L'opération est donc saine au point de vue monétaire, elle doit simplement être soumise aux règles pratiquées de tout temps en Angleterre ».

chargé de près d'un milliard de titres d'Etat rachetés (sur un total de dette intérieure convertie s'élevant à 25 milliards). L'amélioration du crédit public et la reconstitution de l'épargne ont donné lieu à des demandes de rentes qui devaient non seulement faire remonter les cours au delà du pair, mais épuiser aussi le stock du Fonds des rentes. « Lorsque le Fonds des rentes liquida le portefeuille dont il avait dû se charger, il pratiqua également l'*open market policy* d'une façon fort heureuse. A la fin de 1935 et en 1936, la Belgique bénéficia d'un afflux de capitaux dû à sa balance des comptes largement favorable ; de plus, une partie de l'or thésaurisé par les particuliers était liquidée, ce qui accroissait encore les disponibilités. Il y avait de ce fait un danger d'inflation, auquel le Fonds des rentes a paré. En vendant son portefeuille, il a opéré une contraction des crédits qui a exercé une action très salubre »¹.

Lorsque furent épuisées les ressources du Fonds de régularisation des rentes par suite des ventes de titres à la fin de 1935 et au début de 1936, il fallut trouver un autre procédé pour retirer du marché les disponibilités dont l'abondance était susceptible de provoquer des troubles. Pour y parvenir, l'Etat mit une adjudication, au troisième trimestre de 1936, des certificats de Trésorerie à trois mois pour un montant maximum de 500 millions de francs. De même en mars 1937, un emprunt intérieur d'un milliard et demi fut émis non pour couvrir les besoins immédiats du Trésor, mais pour éviter les dangers que pouvaient présenter une quantité excessive de capitaux à court terme. L'Etat ne voulut pas, en effet,

1. Professeur Baudhuin, *ibid.*

pour financer le budget extraordinaire, utiliser simplement le bénéfice de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque nationale dont il possédait encore la majeure partie, mais il préféra émettre un emprunt sur le marché. « Le Gouvernement ne voulut pas, pour financer le budget extraordinaire, créer une sorte d'inflation en disposant de ce capital (bénéfice tiré de la réévaluation de l'or) encore intact. M. de Man, le gardant en réserve pour pallier à un fléchissement éventuel de la conjoncture, préféra assurer une dépression des crédits et réaliser en quelque sorte une « stérilisation » analogue à celle que l'on effectuait alors en Angleterre et aux Etats-Unis »¹.

C'est en février 1937 qu'on annonça que la Banque nationale allait être autorisée à pratiquer la politique du marché libre². L'arrêté royal du 23 juillet 1937, relatif à la coordination de l'activité, de l'organisation et des attributions de la Banque nationale de Belgique³ a conféré à l'institut d'émission le droit d'escompter, d'ache-

1. *Bulletin quotidien*, 3 et 4 août 1937, N° 172-173.

2. Dans le discours prononcé à l'assemblée générale de la Banque nationale, M. Louis Franck, gouverneur de la banque, a déclaré notamment : « La banque agit aujourd'hui sur le marché du crédit par sa politique d'escompte. Mais en tout pays le volume des effets qui se présentent à l'escompte a été tellement réduit par les événements que ces moyens orthodoxes d'intervention ont perdu momentanément une partie de leur empire. De là est née la pratique de l'*open market policy*... Désormais ce moyen sera mis aussi à notre disposition et vous comprenez assez que devant l'ampleur des problèmes que je viens d'examiner, il ne nous sera pas inutile. Mais nous avons insisté pour que toute crainte d'abus fut écartée à l'avance en limitant le volume des rentes et des bons du Trésor sur lesquels nous pouvons ainsi travailler à des chiffres qui, étant donnés nos ressources, ne sont aucunement de nature à déséquilibrer jamais notre situation... Je n'ai pas besoin d'ajouter qu'il n'est pas question d'apporter, sous couleur d'*open market policy*, au moyen du billet de banque, à l'Etat un appui sur lequel il n'a jamais entendu compter en Belgique et dont il a moins que jamais besoin. Le Gouvernement et la Banque sont absolument d'accord à ce sujet » (*Revue économique internationale*, février 1937, p. 396).

3. Cf. *Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique*, 10 septembre 1937, p. 174.

ter et de vendre des bons du Trésor et de participer aux adjudications d'effets à court terme ou à moyen terme, ouvertes par la Belgique ou le Congo belge, dans le cas d'organismes d'intérêt public dont les engagements sont garantis par l'État; elle peut également acheter et vendre des fonds publics nationaux, mais à condition qu'ils soient émis depuis deux ans au moins et cotés en bourse. La limite des bons à court et à moyen terme que la banque peut acquérir a été fixée à 500 millions de francs, ce montant ne pouvant toutefois dépasser pendant plus de 12 mois consécutifs 200 millions de francs; le montant des titres publics à long terme que la banque est autorisée à acheter est limité à un milliard de francs, outre le montant correspondant à son capital et à ses réserves et au compte d'amortissement.

13. France

La France est le seul des grands pays dont la banque d'émission ne soit pas autorisée à pratiquer la politique du marché libre. Toutefois, malgré les restrictions que son statut lui impose à cet égard, la Banque de France qui, en 1928, avait déjà le droit de négocier les bons de la Caisse autonome d'amortissement, a vu s'élargir son pouvoir d'intervenir sur le marché monétaire à plusieurs reprises : en février 1935, elle a été autorisée à faire des prêts à court terme sur des effets publics à échéance déterminée n'excédant pas deux ans; en juillet 1936, elle a reçu le droit de réescompter, sauf au profit du Trésor public, des effets de la dette flottante du Trésor venant à échéance dans un délai de trois mois; en juillet 1937,

un Fonds de soutien des rentes a été constitué pour intervenir sur le marché des fonds d'Etat.

Lors de la stabilisation légale du franc en 1928, « pour la première fois en France, la possibilité a été donnée à la banque d'agir sur les mouvements du crédit non seulement par les variations du taux de l'escompte ainsi qu'elle l'a toujours pu faire, mais aussi par quelque chose qui rappelle la politique des ventes et achats de titres sur le marché »¹. En vertu des conventions annexes de la loi du 25 juin 1928, la banque a reçu des bons de la Caisse autonome d'amortissement (5.930 millions de francs) en échange des bons du Trésor qu'elle avait escomptés pendant la guerre afin de permettre des avances à des Gouvernements étrangers. Ces bons étaient destinés à être vendus sur le marché, puis éventuellement à être rachetés si la banque le jugeait « utile pour agir sur le volume du crédit et garder le contrôle de sa circulation » (art. 3 de la convention entre la Caisse autonome et la Banque de France). En fait, aucun usage n'a été fait de cette autorisation². La politique du marché libre, admise en principe, s'est avérée impossible dans la pratique. En effet, les bons de la Caisse autonome auxquels les opérations étaient limitées, ne comportaient pas d'intérêt : si la Banque de France avait voulu en vendre, elle aurait été obligée de payer un intérêt à ceux qui les auraient achetés. Elle ne pouvait raisonnablement pas assumer une telle tâche. Aussi, lorsqu'au début de 1930 les dirigeants de la banque eurent à décider s'il fallait

1. A. Aftalion, *Monnaie et industrie*, p. 69.

2. Les réductions qui ont eu lieu ont été conformes au plan d'amortissement stipulé par la convention ; les augmentations ont été dues à la création de nouvelles tranches pour compenser la perte provenant de la dévaluation des dollars et des livres détenus par la banque.

procéder aux ventes de bons pour réduire le montant des disponibilités sur le marché, renoncèrent-ils au droit que leur avait conféré la loi de 1928 et ils se contentèrent d'appliquer la mesure classique d'abaisser le taux d'escompte, dans l'espérance qu'il en résulterait un mouvement d'exportation de capitaux. Depuis lors il n'a plus jamais été question pour la banque de négocier les bons de la Caisse autonome¹. La situation a d'ailleurs changé après 1930 et la banque, au lieu de vendre des bons sur le marché pour en retirer l'excédent des disponibilités, aurait eu plutôt à acheter des titres d'Etat afin d'augmenter le volume des capitaux circulants : or, elle n'y était pas autorisée.

Une nouvelle amorce de la politique du marché libre a été faite en février 1935 lorsque la Banque de France a reçu le pouvoir de consentir des avances à court terme — à 7 jours au moins et à 30 jours au plus — sur des effets publics à échéance déterminée n'excédant pas deux ans. La portée de cette réforme a été considérable : en effet, les avances sur titres, outre qu'elles étaient fort onéreuses pour ceux qui y recouraient, nécessitaient des formalités qui ne pouvaient convenir qu'à des emprunteurs décidés à user fréquemment et largement du crédit dont ils disposaient à l'institut d'émission. Depuis février 1935, la pratique de « pension » qui était jusqu'ici restreinte aux bons de la Défense nationale, fut appliquée à toutes les valeurs du Trésor, bons ou obligations, à échéance déterminée ne dépassant pas deux ans. En outre, les prêts furent consentis à un taux identique à celui d'escompte, taux très sensiblement inférieur à celui des

1. Cf. *Le Temps*, 7 septembre 1936 ; Ed. Giscard d'Estaing, *L'open Market* dans la *Revue de Paris*, 1^{er} février 1937, p. 658.

avances ordinaires sur titres. Cette pratique des avances à court terme ressemble à la politique du marché libre en ce que les effets, introduits par ce moyen dans le portefeuille de la banque, en ressortent normalement avant leur échéance. Par contre, la « pension » se distingue des opérations sur le marché libre par deux caractéristiques essentielles : d'une part, l'initiative émane des emprunteurs, et non de la banque d'émission ; d'autre part, le taux de ces prêts est égal à celui de l'escompte, ce qui prouve que la banque ne peut pas exercer, par cette pratique, une action sur les taux du marché, mais qu'elle lui offre seulement certaines facilités en cas de resserrement des disponibilités.

Une troisième amorce de la politique du marché libre résulte des dispositions de l'article 13 de la loi du 24 juillet 1936 sur la modification du statut de la Banque de France. Aux termes de cette loi, « tous les effets de la dette flottante émis par le Trésor public et venant à échéance dans un délai de trois mois au maximum, sont admis sans limitation au réescompte de l'institut d'émission, sauf au profit du Trésor public ». Cette définition ne correspond pas non plus à la méthode de la politique du marché libre car, de même que dans la pratique de la « pension », l'initiative appartient aux détenteurs des bons et non à la banque centrale.

Une quatrième tentative d'introduire en France la politique du marché libre a été faite en automne 1936. D'après *Le Temps*¹, les services du Ministère des Finances avaient alors préparé une disposition destinée à prendre place dans la loi budgétaire de 1937 qui devait autoriser

1. Le 1^{er} mars 1937.

la Banque de France, non plus seulement à escompter, mais à acheter des bons du Trésor venant à échéance dans un délai de trois mois au plus ; mais cet article a été éliminé avant même que le projet de loi de finances ne fut transmis à la commission de la Chambre. De toute façon l'introduction de la politique du marché libre en France n'est possible qu'en vertu d'une loi.

Un nouveau pas vers la politique du marché libre a été franchi en juillet 1937 lors de la constitution du Fonds de soutien des rentes. En vertu du décret du 22 juillet 1937, pris conformément à la loi du 30 juin 1937 accordant au Gouvernement les pleins pouvoirs en vue d'assurer le redressement financier, le Fonds de soutien créé afin de régulariser le marché des rentes, a été autorisé à acheter et à vendre en bourse des titres de rentes perpétuelles ou amortissables et des valeurs du Trésor à long ou à moyen terme. Le Fonds a été doté de la plus-value résultant de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque de France sur la base d'un poids de 43 milligrammes d'or au titre de 900 millièmes de fin par franc, s'élevant à 7 milliards de francs.

14. Suisse

Deux propositions ont été présentées récemment en vue d'introduire la politique du marché libre en Suisse. A l'assemblée de la Banque nationale suisse en mars 1937, le président du Conseil d'administration a demandé une révision de la loi bancaire pour autoriser la banque à acheter des traites, des bons du Trésor et des obligations admises à l'escompte. D'autre part, la Commission pour

la législation économique a recommandé au Département fédéral de l'économie d'introduire en Suisse la politique du marché libre.

Les raisons pour lesquelles la Banque nationale demande à être autorisée à procéder aux opérations sur le marché libre ressortent des déclarations officielles et de l'examen de la situation de la banque.

D'après les déclarations de M. Bachman, président du Conseil d'administration, à l'assemblée générale de la banque¹, il incombe à la banque de faire démarrer l'économie publique et privée; pour cela la condition première est l'argent à bon marché. Jusqu'à présent, la banque ne pouvait influencer sur le taux d'escompte privé que par la manipulation du taux de l'escompte officiel. L'emploi du taux d'escompte devient cependant difficile parce que les opérations de crédit de la banque se réduisent à très peu. C'est ainsi que le 15 décembre 1937 le montant total des escomptes et avances de la Banque nationale suisse s'élevait en tout à 50 millions de francs. L'encaisse-or atteignait alors 2.663 millions de francs. Dans ces conditions, la banque intervenait surtout en accueillant l'or et les devises que le marché lui offrait. Le marché ne lui présentait cependant que très peu d'effets à l'escompte et ne lui demandait des prêts sur nantissement que pour des sommes très minimes.

Cette diminution des opérations de crédit de la banque, jointe au fait que depuis novembre 1936 le taux d'escompte a été fixé à 1 1/2%, a eu pour conséquence que « la banque n'est même pas parvenue à couvrir par les

1. Cf. *Agence économique et financière*, 15 mars 1937; le *Rapport de la Banque nationale suisse*, 1937.

bénéfices réalisés ses dépenses administratives »¹. Dans ces conditions, il est possible qu'une des raisons pour lesquelles on ait cherché à autoriser la banque à acheter des traites et des titres sur le marché libre soit d'augmenter ses revenus à un niveau compatible avec ses dépenses.

15. Yougoslavie

Au moment où les épreuves de cet ouvrage sont sous presse, nous apprenons dans le rapport annuel de la Banque nationale de Yougoslavie² que la loi constitutive du 11 mai 1931 (art. 12, al. 1) donne à l'institut d'émission yougoslave « une certaine possibilité » de pratiquer la politique du marché libre. En vertu de cette autorisation, la Banque nationale a acquis en 1936 et en 1937, pour son propre compte, des fonds d'Etat s'élevant à 76 millions et à 84 millions de dinars respectivement.

1. *Agence économique et financière*, 15 mars 1937. Cf. aussi *Die Bank*, 15 septembre 1937, p. 1268.

2. *Rapport annuel de la Banque nationale du Royaume de Yougoslavie*, 1937, p. 30.

DEUXIÈME PARTIE

**PRINCIPAUX ASPECTS
DE LA
POLITIQUE DU MARCHÉ LIBRE**

CHAPITRE IV

LES BASES DE LA POLITIQUE DU MARCHÉ LIBRE

La politique du marché libre consiste en achats et en ventes de titres, en particulier de fonds d'Etat, par les banques d'émission qui effectuent ces opérations afin d'agir sur le montant de la circulation monétaire et le volume et le coût du crédit tout en adaptant ces interventions à la ligne générale de la politique monétaire. Si nous voulons donc esquisser les bases de la politique du marché libre, il faut tout d'abord décrire la technique dont elle dispose, indiquer ensuite les buts qu'elle poursuit et analyser enfin les conditions dans lesquelles elle opère sous le régime de l'étalon-or et sous celui de la monnaie détachée de l'or.

1. La technique des opérations sur le marché libre

Au sens large du mot, les opérations sur le marché libre consistent en achats et en ventes de tous les avoirs en contre partie desquels la banque d'émission¹, opérant de

1. Au cours des dernières années, d'autres institutions que les banques d'émission ont effectué des interventions analogues aux opérations sur le marché libre. Ce sont principalement le Fonds d'égala-

sa propre initiative et voulant agir sur le volume des instruments monétaires et le taux d'intérêt, prend ou annule ses engagements. Lorsqu'elle achète ces avoirs, elle émet des billets de banque ou augmente les dépôts en compte courant que les banques commerciales gardent auprès d'elle ; lorsqu'au contraire elle vend ces avoirs, elle retire les billets de banque ou diminue les dépôts des banques commerciales. Les procédés par lesquels la banque centrale prend ou annule de tels engagements, sont très variés : achats et ventes d'or, d'actions, d'effets, d'obligations, etc. Pour conférer à ces achats et ventes le caractère d'opérations sur le marché libre, il suffit que la banque agisse de sa propre initiative et qu'elle effectue ces transactions en vue d'exercer une influence sur la circulation monétaire et le volume et le coût du crédit. Toutefois, les achats et les ventes d'actions par la banque d'émission qui remplissent les conditions de la politique du marché libre sont rares et n'ont aucune importance pratique. Les achats et les ventes d'or sont si différents des opérations sur le marché libre au sens qu'on leur attribue généralement qu'il est certainement préférable de considérer séparément ces deux procédés plutôt que de les associer dans un même concept. Les achats et les ventes d'effets commerciaux sur le marché libre n'ont pas l'importance des achats et des ventes de titres. Le seul pays où les achats d'effets aient revêtu une grande importance est l'Allemagne : toutefois, les effets qui figurent dans le bilan de la Reichsbank sont

britannique, le Fonds de stabilisation néerlandais, le Trésor public aux Etats-Unis, en Argentine et en Belgique, le Fonds de crise au Danemark, le Fonds de régularisation des rentes en Belgique et la Golddiskontbank en Allemagne. La technique de ces opérations sera examinée d'une manière incidente dans la suite.

pour la plupart des traites « spéciales » de création du travail et de réarmement tirées sur des personnes morales de droit public autres que l'Etat et qui sont en fait des « titres déguisés », comme on l'a dit en Allemagne¹. Aux Etats-Unis, l'importance des achats d'acceptations bancaires est minime. La Banque d'Angleterre n'opère depuis très longtemps que sur des fonds d'Etat. En fait, les achats et ventes d'effets de commerce n'ont jamais été appliqués sur une grande échelle. Une des raisons pour lesquelles les effets de commerce, en particulier les acceptations, ne conviennent pas aux opérations sur le marché libre, réside dans la difficulté que peut rencontrer la banque centrale lorsqu'elle désire les vendre. En effet, si l'achat d'effets par la banque ne soulève pas d'objections, leur vente peut poser des problèmes très délicats. Comment faire le choix des effets qu'il s'agirait de vendre sans susciter les protestations des établissements dont ils portent la signature ?

Au sens étroit du mot et dans la forme la plus courante, la politique du marché libre consiste en achats et en ventes de valeurs à revenu fixe. Les titres dont les banques d'émission se servent le plus couramment pour ces opérations, sont les fonds d'Etat, rentes amortissables ou perpétuelles et les bons, valeurs et obligations du Trésor. Les autres catégories de titres, comme par exemple les obligations des personnes morales publiques autres que l'Etat, les titres garantis par l'Etat et les lettres de gage des instituts hypothécaires n'ont qu'une importance secondaire. Le tableau synoptique suivant, établi d'après les renseignements donnés dans la première

1. Voir le chapitre III, p. 125.

partie de cet ouvrage, résume les principales catégories de valeurs utilisées pour les opérations sur le marché libre ¹.

*Les valeurs utilisées
pour les opérations sur le marché libre*

Banque d'émission	Fonds d'Etat	Titres émis par des personnes morales publiques autres que l'Etat et titres garantis par l'Etat	Effets	Lettres de gage foncières.
Allemagne	×	×	× ¹	×
Belgique	×	.	.	.
Danemark ²	×	×	.	.
Norvège	×	.	.	×
Pays-Bas	×	.	3	.
Pologne	×	.	.	×
Royaume-Uni ..	×	.	.	.
Suède	×	.	.	.
Etats-Unis	×	× ⁴	× ⁵	.
Australie	×	× ⁶	.	.
Canada	×	× ⁶	×	.
Nouvelle Zélande	×	× ⁶	.	.
Japon	×	.	×	.
Argentine	× ⁷	.	.	.

1) Effets « spéciaux » de création du travail etc... qui, malgré leur forme, sont en fait des titres. (Cf. chapitre III, Allemagne). 2) Le poste du bilan en question est intitulé « Portefeuille d'obligations et d'actions ». 3) Traités. 4) En pratique, les Banques de réserve n'utilisent pas le droit d'acheter des titres autres que ceux du Gouvernement des Etats-Unis. 5) Acceptations bancaires. 6) Titres du Gouvernement britannique. 7) Bons du Trésor consolidés.

Le montant total des titres qu'une banque centrale peut acheter n'est pas, en règle générale, limité par des prescriptions légales ou statutaires. La seule limite à laquelle la banque d'émission se heurte dans les achats de titres tient aux prescriptions relatives à la couverture des billets et d'autres engagements. Le montant des titres que la banque centrale peut acheter sur le marché

1. L'exactitude de ce tableau est en fonction des renseignements disponibles.

libre est donc illimité en ce sens que l'institut d'émission peut acheter des titres d'Etat pour autant que sont respectées les dispositions générales relatives à la couverture des billets et des engagements de la banque. Dans certains pays, la limite des achats de titres que la banque d'émission ne peut pas dépasser est cependant fixée par la loi d'une manière expresse. Dans le tableau synoptique suivant, les prescriptions se rapportant au montant des titres qu'une banque centrale peut acheter sur le marché libre, s'y trouvent résumées ainsi ¹ :

*La limitation du montant des titres
achetés sur le marché libre*

Le montant des titres que la banque centrale peut acheter sur le marché libre est :

La limite du montant des titres que la banque peut acheter est fixée (en millions d'unités de monnaie nationale) :

	illimité	limité	pour tous les titres	pour les Bons du Trésor	pour les titres à long terme
Allemagne	×	.	.	.	.
Belgique	.	×	.	500 ¹	1.000
Danemark	×	.	.	.	.
Norvège	.	×	325 ²	.	.
Pays-Bas	×	.	.	.	.
Pologne	.	×	150	.	.
Royaume-Uni ...	×	.	.	.	.
Suède	×	.	.	.	.
Etats-Unis	×	.	.	.	.
Australie	×	.	.	.	.
Canada	×	.	.	.	.
Nouvelle-Zélande	×	.	.	.	.
Japon	.	.	1.000 ⁴	.	.
Argentine	.	.	.	100 ⁵	.

1) Titres à court et à moyen terme. 2) Montant de l'émission que la banque peut émettre en excédent de son encaisse-or. 3) Le montant des titres était limité au double du capital versé avant l'entrée en vigueur de la loi du 8 avril 1936 ; 4) Y compris les effets. 5) Bons du Trésor consolidés.

Pour le choix de titres, la banque centrale tient généralement compte non seulement de la catégorie de

1. L'exactitude de ce tableau est en fonction des renseignements disponibles, résumés dans la première partie de cet ouvrage.

valeurs, mais aussi de leur échéance. Dans la plupart des pays, la banque centrale a le droit d'acheter aussi bien des titres à long terme que des titres à court terme et à moyen terme. En Belgique, la Banque nationale doit cependant tenir compte des montants maxima que l'arrêté du 23 juillet 1937 fixe pour les achats de titres à court et à moyen terme et de titres à long terme. Aux Pays-Bas, la banque d'émission n'a que le droit d'acheter des bons du Trésor, l'achat de titres à plus longue échéance étant exclu. En Argentine, les opérations de la banque centrale n'ont porté que sur les bons du Trésor consolidés.

En règle générale, la banque centrale, effectuant les opérations sur le marché libre, achète les titres sur le marché. Dans certains pays, les dispositions légales empêchent l'institut d'émission de souscrire des titres directement au Trésor. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis la loi bancaire de 1935 stipule que les Banques de réserve ne peuvent acheter des fonds d'Etat que sur le marché; en fait, dès le début de la politique du marché libre aux Etats-Unis, les banques, tout en ayant le droit en vertu de la loi de 1913 de souscrire des titres au Trésor, achetaient toujours en pratique les fonds d'Etat sur le marché. De même, en Belgique, l'arrêté du 23 juillet 1937 stipule expressément que l'institut d'émission ne peut acquérir que des fonds publics émis depuis deux ans au moins et cotés à la bourse. Aux Pays-Bas, les bons du Trésor que la banque a le droit d'acheter en vertu de la loi du 2 février 1937 doivent se trouver déjà en circulation. Par contre, dans d'autres pays, la banque centrale est autorisée à souscrire les titres qu'elle achète directement au Trésor. Il en est ainsi notamment au Japon et

en Nouvelle-Zélande. Au cours des dernières années, la Banque du Japon, au lieu d'acheter des titres sur le marché, les souscrivait directement au Trésor et en revendait plus tard une partie aux banques commerciales. En Nouvelle-Zélande, la Banque de réserve a reçu le droit, en vertu de la loi du 8 avril 1936, de souscrire aux emprunts à long terme que le Gouvernement désirerait contracter pour couvrir les dépenses autorisées au préalable par le Parlement et de faire des avances sur les bons du Trésor, à condition qu'elles ne dépassent pas un maximum égal au montant intégral des revenus budgétaires prévus pour l'année.

Tout achat et vente de titres par la banque centrale ne constitue pas une opération sur le marché libre. Deux conditions essentielles doivent, en effet, être remplies pour conférer aux achats et ventes de titres le caractère de la politique du marché libre : il faut tout d'abord que la banque d'émission effectue ces opérations de sa propre initiative, et d'autre part qu'elle émette des instruments monétaires en circulation ou qu'elles les retire. C'est ainsi que les achats de titres qu'opère la banque centrale pour les fonds de réserve et autres fonds spéciaux — achats qui sont un simple emploi des disponibilités libres — n'ont rien de commun avec la politique du marché libre.

Pour conférer à ces achats et ventes le caractère d'opérations sur le marché libre, il faut tout d'abord que la banque centrale achète et vende des titres de sa propre initiative, sans attendre que le marché monétaire s'adresse de lui-même à l'institut d'émission. A cet égard, la politique du marché libre diffère de la politique de l'escompte : lorsque la banque centrale fait des opérations de réescompte ou d'escompte direct, elle en fixe elle-même les

conditions, en particulier le taux d'escompte, mais elle attend toujours que ses clients directs ou les banques commerciales lui présentent de leur propre initiative des demandes d'escompte ou de réescompte. Nous examinerons cette différence entre la politique du marché libre et la politique de l'escompte au chapitre suivant.

La seconde condition de la politique du marché libre réside dans l'émission d'instruments monétaires en contrepartie des achats de titres et dans leur retrait de la circulation par suite des ventes de titres. La politique du marché libre par laquelle la banque d'émission introduit des instruments monétaires en circulation revêt une double forme : tout d'abord, la banque achète et vend des titres pour augmenter ou diminuer le montant des billets qu'elle a le privilège d'émettre et également pour modifier le montant des dépôts en compte courant que les banques commerciales gardent auprès d'elle et qui sont la base de création de la monnaie scripturale ; d'autre part, l'institut d'émission effectue les opérations sur le marché seulement pour agir sur les dépôts des banques commerciales. Dans le premier cas, l'institut d'émission émet des billets de banque en contrepartie des titres achetés sur le marché ; dans le second cas, il n'y a aucune liaison entre les opérations sur le marché libre et l'émission des billets de banque. C'est ainsi que la Banque d'Angleterre n'émet pas de billets de banque par les achats de fonds d'Etat et agit seulement sur les dépôts que les banques commerciales gardent auprès d'elle¹ ; il en a été de même aux

1. Les variations du montant de l'émission fiduciaire constituent cependant un procédé analogue à l'émission de billets de banque par voie d'opérations sur le marché libre. Comme on le sait, la Banque d'Angleterre a le droit d'émettre, au delà du montant de l'encaisse-or, un montant fixe de billets gagés par des titres du Gouvernement (voir le premier chapitre, section 2, p. 23) : or, de 1928 à 1937, le montant de

Etats-Unis avant le vote de la loi Glass-Steagall de février 1932, autorisant les Banques de réserve fédérale à émettre des billets en contre-partie des fonds d'Etat achetés sur le marché libre. La plupart des banques d'émission, achetant des titres sur le marché libre, émettent à la fois des billets de banque et augmentent les dépôts en compte courant des banques commerciales dans les limites fixées par les dispositions légales relatives à la couverture de leurs exigibilités ; lorsqu'elles vendent des titres, elles retirent des billets de la circulation et elles diminuent les dépôts des banques commerciales.

2. Les buts de la politique du marché libre

La politique du marché libre a poursuivi deux buts essentiellement différents au cours de son évolution : l'expansion et la contraction alternées du crédit d'une part, de l'autre l'expansion unilatérale du crédit, mesure extraordinaire, nécessitée par des conditions telles que les méthodes habituelles de l'administration de la monnaie restent, à elles seules, inefficaces. Au premier abord, il semble facile de discerner d'une manière précise ces deux procédés, l'un habituel, l'expansion alternant avec la contraction du crédit, l'autre réservé à des situations extraordinaires et qui comporte une expansion unilatérale du crédit. En fait, cependant, cette distinction est

l'émission fiduciaire a été modifié quatre fois et la Banque d'Angleterre a utilisé le droit que la loi de 1928 lui avait conféré comme « une méthode normale d'administration du crédit ». Cf. *Monthly Review* de la *Barclays Bank*, décembre 1937.

beaucoup moins claire et tient plutôt à la technique employée qu'aux principes mêmes de la politique du marché libre.

L'EXPANSION ET LA CONTRACTION ALTERNÉES DU CRÉDIT

La première fonction de la politique du marché libre est d'élargir et de rétrécir le volume des instruments monétaires par des achats et des ventes alternés de titres. Ces opérations sur le marché libre, effectuées successivement dans un sens ascendant ou descendant, ont eu, dans diverses conditions, des significations très différentes. Les buts que les banques d'émission se sont proposées le plus fréquemment ont été en particulier : l'augmentation des bénéfices de la banque centrale ; la préparation des opérations du Trésor public ; le contrôle du crédit. Les deux premiers buts sont, à vrai dire, étrangers à la politique du crédit de la banque d'émission ; par contre le troisième concerne la politique du crédit et revêt particulièrement trois formes qui sont : le maintien de l'encaisse des banques commerciales à un niveau compatible avec la politique de la banque d'émission ; le renforcement de l'efficacité des modifications du taux officiel de l'escompte ; la compensation des effets des mouvements internationaux d'or sur la base interne du crédit.

L'augmentation des bénéfices de la banque d'émission semble, à l'origine de la politique du marché libre, avoir été l'un des buts des achats de titres. Lorsque diminuaient les bénéfices que la banque centrale tirait de l'escompte direct et du réescompte des effets commerciaux, l'institut d'émission s'efforçait de com-

penser cette baisse par une augmentation du revenu provenant des titres qu'il avait achetés sur le marché libre. C'est ainsi que la Banque d'Angleterre semble avoir acheté des fonds d'Etat, à plusieurs reprises avant la grande guerre, pour augmenter ses bénéfices que la diminution du réescompte rendait insuffisants pour couvrir les dépenses courantes ; de même les Banques de réserve fédérale en 1922 cherchaient à compenser la diminution d'effets commerciaux par une augmentation de leur portefeuille de titres productifs d'intérêt pour couvrir leurs frais d'administration et pour pouvoir distribuer le dividende habituel¹. Ces opérations ne constituaient pas, par elles-mêmes, un procédé de la politique du crédit. En fait, cependant, elles ont eu le même effet qu'une compensation préméditée de la baisse du réescompte par l'augmentation du portefeuille de fonds d'Etat de la banque d'émission².

Au cours des récentes années, ce but de la politique du marché libre a été de nouveau invoqué, du moins de façon officieuse, pour justifier les achats de titres par la banque d'émission. Par suite de la diminution très considérable des opérations de crédit dans de nombreux pays, la banque d'émission risquait de se trouver dans une situation où elle ne parvenait plus à couvrir par les béné-

1. Voir le chapitre I, p. 13 et le chapitre II, p. 56.

2. Cf. C.H. Kisch et W.A. Elkin, *Central Banks*, p. 109 : « Bien que les considérations de profit soient tout à fait secondaires pour une institution quasi publique comme une banque centrale, il paraît difficile de justifier des restrictions ayant pour effet d'empêcher la banque d'employer ses ressources de façon rémunératrice, sous conditions et sauvegardes appropriées, pourvu que l'accomplissement de sa fonction principale, le contrôle du crédit, n'en souffre en aucune manière. Or en fait, l'accomplissement de cette fonction non seulement n'en souffre pas, mais il est largement facilité par le pouvoir de négocier directement sur le marché. Telle est l'expérience des Etats-Unis où l'on attache une importance croissante aux opérations des Banques de réserve fédérale sur le marché libre dans l'exercice du contrôle du crédit ».

fices réalisés ses dépenses administratives. A mesure que le volume des opérations d'escompte et d'avances se rétrécissait par suite de la diminution de la demande des crédits commerciaux ¹, les bénéfices qu'en tiraient les banques centrales diminuaient ; cette baisse était encore accentuée par suite de la réduction du taux d'intérêt. Dans ces conditions, les banques d'émission qui n'avaient pas dans leurs actifs d'autres avoirs productifs d'intérêts, cherchaient à se procurer des fonds d'Etat ou des effets de commerce pour compenser, par le revenu des valeurs achetées sur le marché libre, la diminution des bénéfices tirés des opérations d'escompte et des avances. L'exemple le plus remarquable se trouve être le cas de la Banque nationale de Suisse dont l'actif se compose presque entièrement d'or et dont les opérations de crédit ont fortement diminué au cours des dernières années ². De même dans d'autres pays, l'introduction de la politique du marché libre a comme effet secondaire de procurer des placements à la banque d'émission. Aux Pays-Bas, une disposition de la loi de 1937 stipule que la banque doit consacrer la moitié des revenus provenant des achats d'effets de commerce et de bons du Trésor à la constitution d'une réserve spéciale destinée à parer aux risques liés à certaines catégories d'opérations de la banque. Aux Etats-Unis, une des raisons invoquées récemment pour ne pas réduire le portefeuille de titres des Banques de réserve, se basait sur le besoin qu'elles avaient de conserver des titres pour en tirer, en l'absence des revenus provenant des opérations de réescompte, des bénéfices suffisants pour couvrir leurs frais généraux ³.

1. Voir le chapitre V, p. 199.

2. Voir le chapitre III, p. 145.

3. Voir le chapitre II, p. 93.

Le second but des achats et des ventes alternés de titres par la banque centrale se propose de préparer et de faciliter les opérations du Trésor public. L'institut d'émission, en achetant et en vendant des titres, protège le marché monétaire contre les perturbations que les transferts de grandes sommes d'argent par le Trésor ou au profit du Trésor sont susceptibles de produire.

Lorsque par exemple le Trésor effectue des paiements et que s'accroissent les dépôts des banques commerciales, la banque d'émission peut diminuer, par les ventes de titres, l'abondance d'argent à court terme ; par contre, lorsque le Trésor reçoit des fonds soit par la rentrée des impôts soit par la souscription d'emprunts, la banque centrale peut rendre plus aisée la situation monétaire en achetant des titres. Certaines banques centrales pratiquent très régulièrement ces opérations. La Banque d'Angleterre, par exemple, neutralise par les achats et par les ventes de titres les fluctuations survenues dans les paiements des impôts : de janvier à mars, lorsque le paiement de l'impôt sur le revenu produit une augmentation du poste « dépôts publics » de la Banque d'Angleterre, celle-ci compense par les achats de fonds d'Etat la diminution du volume des instruments monétaires sur le marché. « Il est bien connu que la Banque d'Angleterre est à même, par ses opérations sur le marché libre, de maintenir des conditions relativement stables en effectuant de grandes transactions en connexion avec les finances de l'Etat et les finances internationales et de diminuer les perturbations que pourraient produire les grands transferts d'argent entre l'Etat et les contribuables »¹.

1. C.H. Kisch et W.A. Elkin, *op. cit.*, p. 109 ; cf. D.W. Dodwell, *Treasuries and Central Banks*, p. 92.

De même, les Banques de réserve fédérale ont ainsi neutralisé les fluctuations survenues dans l'offre et la demande des instruments monétaires par suite des transactions du Trésor public ¹.

Le troisième but que poursuivent les banques d'émission en effectuant les opérations sur le marché libre est le contrôle du crédit. Pour agir sur le volume du crédit, les banques centrales se sont efforcées d'atteindre en particulier trois objectifs : le maintien de l'encaisse des banques commerciales à un niveau compatible avec la politique de l'institut d'émission ; le renforcement de l'efficacité des modifications du taux officiel de l'escompte ; la compensation des effets des mouvements internationaux d'or sur la base interne du crédit.

Le maintien de l'encaisse des banques commerciales à un niveau compatible avec la politique de la banque d'émission est un objectif que poursuivent souvent les banques lorsqu'elles exercent le contrôle du crédit. Les banques commerciales, comme on le sait, créent les dépôts bancaires servant de monnaie scripturale en tenant compte sans cesse de leur encaisse, composée en partie de billets de banque, en partie de dépôts à vue auprès de l'institut d'émission. Or cette proportion d'encaisse, c'est-à-dire le pourcentage de l'encaisse des banques par rapport à leurs dépôts, dépend dans une large mesure de la pratique bancaire. C'est ainsi qu'en Angleterre les banques de compensation maintiennent approximativement 10 % de leurs dépôts en argent liquide et en comptes courants auprès de la Banque d'Angleterre. Si cependant elles réduisent cette proportion à 9 % par exemple,

1. Charles O. Hardy, *Credit Policies of the Federal Reserve System*, p. 68.

elles peuvent provoquer une expansion du crédit de telle sorte qu'une même encaisse constituerait la couverture d'un volume de dépôts plus grand. Cette politique d'expansion des banques commerciales pourrait être contraire aux vues et aux besoins de l'institut d'émission. Cet exemple n'a rien de théorique car il arrivait avant 1931 que les banques commerciales en Angleterre réussissent à se soustraire, dans une certaine mesure, à l'action de la banque centrale grâce à un abaissement de la proportion d'encaisse. Dans ce cas la Banque d'Angleterre, pour y remédier, continuait à vendre des titres, réduisant ainsi les fonds liquides du marché. Cette mobilité de la proportion d'encaisse des banques commerciales constitue sans nul doute une limite à l'efficacité de la politique du marché libre.

Dans les dernières années, les autorités monétaires dans plusieurs pays ont essayé de résorber, par des ventes de titres, les disponibilités trop abondantes des banques commerciales pour prévenir une expansion du crédit estimée dangereuse pour l'économie nationale. C'est ainsi que la Banque centrale d'Argentine a vendu des bons du Trésor consolidés pour réduire l'excédent des disponibilités des banques commerciales. Lorsque le portefeuille des bons du Trésor de la banque centrale fut épuisé, le Gouvernement créa des bons spéciaux en vue de compenser les fonds que la banque fournissait au marché par des achats de devises. De même, en Belgique, le Fonds de régularisation des rentes a vendu des titres en 1936 pour résorber les capitaux à court terme dont l'accumulation sur le marché était considérée comme nuisible. Lorsque le Fonds eût épuisé son portefeuille, l'Etat émit au courant du troisième trimestre de 1936 et en mars

1937, des titres pour retirer du marché les disponibilités trop abondantes. En Allemagne, la Golddiskontbank, filiale de la Reichsbank, a émis, depuis mai 1935, des billets à ordre dont le montant a varié d'après la situation sur le marché. Aux Etats-Unis, les autorités monétaires n'ont pas eu cependant recours aux ventes de titres sur le marché et elles ont préféré réduire le montant des disponibilités par un relèvement des encaisses légales des banques affiliées.

En second lieu, les banques d'émission ont cherché à renforcer, par des ventes de titres, l'efficacité d'un relèvement du taux d'escompte. Avant la grande guerre, ce but a été un des principaux motifs pour lesquels la Banque d'Angleterre effectuait des opérations sur le marché libre afin de limiter les fluctuations du cours de la livre. Ces opérations visaient surtout à restreindre et renchérir le crédit¹. Après la guerre, dans des conditions nouvelles, les opérations sur le marché libre, visant à rendre effectif le taux officiel de l'escompte, sont cependant tombées en désuétude et la politique du marché libre, d'un instrument auxiliaire de la politique de l'escompte, est devenue un instrument autonome de politique monétaire, poursuivant des fins nouvelles.

Cette transformation de la politique du marché libre apparaît de même lorsqu'on examine la compensation des effets des mouvements internationaux d'or sur la base interne du crédit, autre but que se proposent les autorités monétaires en achetant ou en vendant des titres. Ce but est entièrement nouveau. Avant la grande guerre, la Banque d'Angleterre n'a jamais employé les opérations sur le marché libre pour atténuer les effets

1. Voir le chapitre I, p. 11.

des mouvements d'or sur la situation interne du crédit ; bien au contraire, la Banque élevait son taux d'escompte et vendait des titres sur le marché, lorsque son encaisse-or subissait une diminution, même de caractère saisonnier. Après la guerre, l'étalon-or automatique, répercutant les mouvements d'or sur le volume du crédit et le taux d'intérêt à l'intérieur du pays, a perdu, aux yeux de nombreux économistes et de dirigeants de la politique monétaire, les mérites qu'on lui attribuait auparavant et les achats et les ventes de titres sont devenus un procédé très important par lequel les autorités monétaires compensent les mouvements de capitaux à court terme et mettent ainsi le crédit interne du pays à l'abri des perturbations venant de l'extérieur. Avant 1931, les banques d'émission cherchaient souvent à neutraliser les mouvements internationaux d'or ; depuis lors, une nouvelle méthode de compensation a été développée dans le mécanisme des fonds de stabilisation des changes et d'autres institutions semblables. Cette fonction de la politique du marché libre sera analysée de façon plus approfondie dans la troisième section de ce chapitre.

L'EXPANSION UNILATÉRALE DU CRÉDIT

L'expansion unilatérale du crédit que les banques d'émission effectuent par les achats de titres sur le marché libre est, en comparaison avec la méthode habituelle d'expansion et de contraction alternées, une mesure extraordinaire. Ce n'est qu'au moment où les procédés ordinaires d'expansion du crédit se sont avérés inefficaces que les dirigeants de la politique monétaire ont recours à cette expansion unilatérale du crédit.

Toutefois, malgré les conditions différentes dans lesquelles la première ou la seconde fonction de la politique du marché libre sont appliquées, la démarcation entre l'expansion et la contraction alternées du crédit et l'expansion unilatérale du crédit tient au degré et aux moyens plutôt qu'aux principes de la politique du marché libre ¹.

Les circonstances dans lesquelles les banques centrales devraient effectuer ces opérations sur le marché libre ont été décrites dans les termes suivants par deux économistes anglais qui furent parmi les premiers à énoncer les principes de cette politique : « Mon remède, au cas d'une persistance obstinée de la crise, consisterait en achats de titres par la banque d'émission jusqu'à ce que le taux d'intérêt à long terme soit réduit à un point limite que nous sommes obligés d'admettre ... Il ne devrait pas être en dehors du pouvoir de la banque centrale (si l'on néglige de tenir compte des complications internationales) de réduire le taux d'intérêt à long terme à un chiffre auquel elle serait prête elle-même à acheter des titres à long terme », dit M. Keynes dans son livre de 1930 ². A la même époque, M. Hawtrey a présenté au Comité Macmillan un mémoire dans lequel il a décrit en ces termes les circonstances dans lesquelles la banque

1. Cf. J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, p. 369 : « Jusqu'ici nous avons traité des méthodes normales et orthodoxes par lesquelles la banque centrale peut utiliser son pouvoir de rendre plus aisée (ou plus ferme) la situation du crédit en vue de stimuler (ou de ralentir) le rythme des nouveaux investissements. Si ces mesures sont dosées d'une manière exacte et appliquées au moment opportun, je doute qu'il soit souvent nécessaire d'aller plus loin ou d'appliquer les mesures extraordinaires que nous allons considérer à présent. Ce n'est, pour ainsi dire, que lorsque n'ont pas été pris à temps des remèdes plus doux et que l'on a permis le développement aigu d'une dépression ou d'un boom qu'il faudra recourir à des mesures extrêmes ; et rien ne garantira alors que même ces mesures extrêmes pourront être entièrement efficaces. Les méthodes extraordinaires ne sont, en fait, que la procédure normale mais intensifiée des opérations sur le marché libre ».

2. *Op. cit.*, vol. II, p. 371.

d'émission devrait recourir aux achats de titres sur le marché libre : « A une époque où chaque branche d'industrie souffre du chômage et qu'une demande insuffisante menace de faire tomber à nouveau les prix de toutes les marchandises, l'argent à bon marché n'est pas suffisant pour inciter les gens à emprunter. Lorsque chaque projet promet une perte plutôt qu'un profit, même des prêts sans intérêt ne stimuleraient pas les entrepreneurs... Il faut donc chercher le remède dans ce qu'on appelle aux Etats-Unis la politique du marché libre, c'est-à-dire dans les achats de titres par la banque centrale sur le marché libre. Les banques commerciales, détenant de plus grandes disponibilités, sont ainsi prêtes à augmenter leurs avances et leurs escomptes. Lorsque le stimulant d'argent à bon marché offert à l'emprunteur n'est pas suffisant, le stimulant de disponibilités abondantes peut donc être appliqué au prêteur »¹.

Les moyens employés pour ces opérations sur le marché libre sont les achats de titres que la banque d'émission effectue « suivant une ampleur voulue »² ou « à outrance »³. Elle agit alors « comme une raquette »⁴ et sa politique du marché libre est « agressive »⁵. Lorsque la banque centrale achète des titres sur une échelle aussi grande, elle augmente les disponibilités des banques commerciales dans une mesure telle que celles-ci sont incitées à consentir de nouveaux prêts à des taux plus

1. *Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry*, vol. II, p. 320 ; ce *Memorandum on Remedies for Unemployment* est reproduit dans le recueil *The Art of Central Banking*, p. 446. Cf. aussi *Trade Depression and the Way Out*, p. 68.

2. R.G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, p. 151, et *Trade Depression and the Way Out*, p. 136.

3. J.M. Keynes, *op. cit.*, vol. II, p. 370.

4. H. Parker Willis, terme *Central Banking* dans l'*Encyclopedia of Social Sciences*.

5. S.F. Harris, *Twenty Years of Federal Reserve Policy*, vol. II, p. 615.

bas qu'auparavant et à acheter elles-mêmes des fonds d'Etat. Dans ces conditions, le taux d'intérêt à court terme diminue par suite de l'abondance des instruments monétaires; d'autre part, comme les cours des titres augmentent, le taux d'intérêt à long terme accuse lui-même une baisse qui rend profitable les nouveaux investissements privés ou publics.

Lorsque M. Keynes et M. Hawtrey ont exprimé ces idées sur l'expansion unilatérale du crédit par les achats de titres que les banques d'émission devraient effectuer sur le marché libre, cette conception de la politique du marché libre avait alors un caractère exclusivement théorique. « Je ne connais pas un seul exemple où la méthode des opérations sur le marché libre ait été appliquée à outrance », dit M. Keynes¹. « Les banques centrales étaient jusqu'ici trop nerveuses — en partie peut-être sous l'influence des versions confuses de la théorie quantitative — pour prendre des mesures qui eussent eu pour effet de faire monter ou baisser le volume total des dépôts bancaires au-dessus ou au-dessous du montant normal ». Ce n'est qu'au cours de la crise économique mondiale, et dans des circonstances variables suivant les pays, que les dirigeants de la politique monétaire de certains Etats ont eu recours à la politique unilatérale du marché libre comme à l'un des principaux instruments de reprise économique.

L'expansion du crédit par les achats de titres par la banque d'émission a revêtu depuis 1932 deux aspects différents : dans certains pays, par exemple en Angleterre, le Gouvernement a poursuivi une politique d'expansion

1. *Op. cit.*, vol. II, p. 370.

tout en maintenant le budget de l'Etat en équilibre ; dans d'autres pays, comme aux Etats-Unis, les autorités ont cherché à financer les déficits budgétaires de l'Etat par les achats de titres opérés par le système bancaire.

En Grande-Bretagne, dans les pays nordiques, en Australie et dans quelques autres pays, l'abondance monétaire et la baisse du taux d'intérêt depuis 1932 ont principalement été provoquées soit par la politique de la banque d'émission (opérations sur le marché libre, réduction du taux d'escompte), soit par l'amélioration de la balance des paiements, soit encore par l'action combinée de ces deux facteurs. La création de crédits nouveaux, à la suite d'emprunts d'Etat, en supposant même qu'elle ait joué un rôle quelconque, n'a pas exercé une influence déterminante sur l'expansion monétaire. L'abondance d'argent et la baisse consécutive du taux d'intérêt ont amélioré, grâce aux opérations de conversion, la situation financière de l'Etat et stimulé de nouveaux investissements privés. Le fléchissement des prix s'est arrêté, la confiance dans l'avenir économique immédiat s'est affermie et l'investissement d'importantes disponibilités inemployées a été le signal du redressement économique¹.

Cette politique d'expansion que l'on considérait au début de la crise comme une méthode suffisante pour déclancher la reprise économique, s'est avérée inapplicable dans certains pays. En effet, il fut bientôt évident que dans les pays particulièrement atteints par la dépression, l'on serait obligé de prendre, pour favoriser la reprise des affaires, des mesures plus radicales que la

1. Cf. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1935-36, vol I, p. 10 et suiv.

multiplication des instruments monétaires et la diminution du taux d'intérêt. M. Keynes dont les opérations à outrance étaient conçues comme une mesure de politique bancaire, pratiquée alors que le budget de l'Etat était en équilibre, reconnut déjà en 1931 que les achats de titres par la banque d'émission ne pouvaient plus suffire à eux seuls et qu'on devrait les compléter par un programme de travaux publics¹. Aux Etats-Unis, de nombreuses voix se sont levées depuis 1932 pour propager un programme de redressement économique basé sur l'expansion monétaire, le financement des grands travaux publics par l'emprunt et le déséquilibre budgétaire de l'Etat. Au cours des années qui ont suivi, ce programme de reprise économique a été appliqué par le Gouvernement des Etats-Unis et le Système de réserve fédérale. De même en Allemagne et au Japon, l'expansion monétaire s'est trouvée en connexion étroite avec le financement des travaux publics et des armements de l'Etat².

Dans la pensée économique contemporaine, on peut discerner deux grands courants d'opinion sur l'opportunité des travaux publics, financés entièrement ou en partie par l'emprunt, en tant qu'instrument de reprise économique. Certains économistes estiment que les mesures ordinaires de la politique bancaire, à savoir la politique de l'escompte et les opérations sur le marché libre, suffisent pour amorcer la reprise. D'autres pensent par contre que l'argent abondant et à bon marché ne suffit pas à lui-seul et que l'intervention de l'Etat est indispensable.

1. Cf. *The Means to Prosperity* et la contribution de M. Keynes au recueil *The World's Economic Crises and the Way of Escape*.

2. Voir le chapitre VI, p. 224.

Certains auteurs considèrent donc que l'abondance de crédit et la réduction du taux d'intérêt amèneront la reprise économique et qu'il n'est pas nécessaire de recourir à l'exécution de travaux publics. C'est ainsi que M. Hawtrey estime qu'il n'est pas nécessaire de recourir aux mesures énergiques, telle que l'adoption d'un programme de travaux publics, pour stimuler le passage de la phase de dépression à celle de prospérité. Cette thèse de M. Hawtrey découle d'ailleurs de sa théorie d'après laquelle les variations du taux d'intérêt agissent sur le capital de roulement employé dans les affaires plutôt que sur le capital fixe investi par les entrepreneurs ou par l'Etat. « Il y en a, je crois, parmi les protagonistes des dépenses du Gouvernement comme remède à une dépression, certains qui reconnaîtraient que cette intervention est inutile tant qu'il est possible de provoquer l'expansion désirée par les méthodes ordinaires de réglementation du crédit, mais qui la recommanderaient néanmoins comme un moyen d'échapper à une impasse. Ils diraient alors qu'il ne suffit pas d'augmenter l'offre d'argent, mais qu'il faut en outre faire quelque chose pour mettre cet argent en mouvement »¹.

Par contre, d'autres économistes estiment que l'intervention de l'Etat qui exécuterait un vaste programme de travaux publics est une des conditions nécessaires pour la reprise des affaires car l'abondance du crédit et la baisse du taux d'intérêt ne sont à leur avis que des mesures préliminaires. C'est en particulier la thèse de M. Keynes qui, dans son dernier livre, est « quelque peu sceptique quant au succès d'une simple politique monétaire dirigée

1. *Trade Depression and the Way Out*, p. 133.

en vue d'exercer une influence sur le taux d'intérêt »¹. Il faut que les autorités publiques se préoccupent du rythme et de l'ampleur des investissements. Dans une série d'articles publiés dans le *Times* en janvier 1937, M. Keynes a proposé la création d'un office d'investissements, dirigé par l'Etat². De même aux Etats-Unis en janvier 1937, lors de la présentation du rapport du *National Resource Committee* au Congrès, le Président Roosevelt a recommandé de créer, comme institution permanente, un office chargé de préparer un programme de travaux publics. Dans une enquête de l'*Economist*³, plusieurs économistes d'opinions généralement fort différentes comme H.-W. Henderson, Lionel Robbins, Sir Arthur Salter, F.-E. Gregory et Sir Henry Strakosch ont exposé des idées concordantes, dans une large mesure, sur le problème du renversement de la conjoncture et le rédacteur de l'*Economist* a proposé, dans sa conclusion, l'élaboration d'un plan stratégique des travaux publics. Dans les lettres adressées au *Times* en décembre 1937, Sir Arthur Salter et M. Keynes ont estimé que le moyen le plus efficace pour augmenter la confiance des milieux d'affaires serait une déclaration dans laquelle le Gouvernement affirmerait son intention de « préparer des plans de grande envergure susceptibles d'être immédiatement exécutés » en cas d'un ralentissement de l'activité économique⁴. L'exécution des travaux publics financés par l'emprunt est une politique d'une importance vitale

1. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 164 ; cf. aussi p. 378.

2. *The Times*, 12, 13 et 14 janvier 1937, *How to avoid a Slump*.

3. *The Economist*, 17 et 24 octobre, 14 et 28 novembre et 5 décembre 1936.

4. *The Times*, lettres publiées le 16, 18 et 28 décembre 1937 ; l'*Economist* (1^{er} janvier 1938) s'est joint à l'appel de Sir Arthur Salter et de M. Keynes.

parce qu'une partie considérable des investissements dépend des commandes du Gouvernement, des autorités locales et des organismes publics, comme les chemins de fer. La politique monétaire, en particulier l'abondance de crédit et la réduction du taux d'intérêt, ne semble donc plus être considérée comme apportant un stimulant suffisant pour la reprise des affaires, mais elle paraît être seulement comme une condition préalable permettant de renverser la tendance au ralentissement de l'activité économique.

3. La politique du marché libre et l'étalon-or

Les opérations sur le marché libre dont nous venons d'examiner la technique et les buts dépendent de nombreuses conditions-organisation du marché monétaire, place de la banque d'émission dans le système bancaire, lois et coutumes, situation économique, monétaire et financière du pays, politique poursuivie par les autorités monétaires, etc. Toutefois, malgré l'importance de ces différents éléments pour l'exercice de la politique du marché libre, les opérations de la banque centrale, de même que toute l'action de l'institut d'émission, dépendent principalement de la façon dont la monnaie nationale est liée aux monnaies étrangères. La condition la plus importante qui détermine la politique du marché libre est donc le rattachement de la monnaie nationale à l'étalon-or international ou l'inexistence d'un tel lien. Si la monnaie nationale est une monnaie-or, la banque d'émission, intervenant sur le marché libre, doit tenir compte non seulement de la situation du marché moné-

taire interne, mais aussi de la situation à l'étranger, des mouvements d'or et des fluctuations de la valeur externe de la monnaie. Par contre, la banque d'émission acquiert une plus grande liberté dans l'exercice des opérations sur le marché libre lorsque la monnaie nationale est détachée de l'or ou lorsque le contrôle du cours des changes a été séparé de la politique interne du crédit soit par l'établissement d'un fonds de stabilisation, soit par une réglementation du commerce des devises..

Sous le régime de l'étalon-or, l'ampleur et le but des opérations sur le marché libre dépendaient des règles que devait appliquer la banque centrale pour prévenir les fluctuations des cours du change au delà des points d'exportation et d'importation de l'or. Une de ces règles paraissait avoir une importance primordiale : la banque d'émission qui voyait s'accroître son encaisse-or devait baisser son taux d'escompte et fournir des crédits abondants ; par contre, en cas d'exode d'or, elle devait renchérir et restreindre le crédit. L'ampleur et les buts de la politique du marché libre étaient alors limités à une mesure compatible avec les règles fondamentales de l'étalon-or. « Une banque d'émission, membre d'un système international, conclut le rapport Macmillan, ne peut pas se permettre de maintenir les conditions du crédit en dehors de tout rapport avec celles valables dans le reste du système. S'il n'en est pas ainsi, les fonds liquides additionnels disponibles sur le marché interne chercheront un emploi sur les marchés étrangers où les prêteurs pourront obtenir des conditions plus avantageuses : le résultat sera une perte d'or »¹.

1. *Op. cit.*, p. 105.

La dépendance de la politique du marché libre des règles de l'étalon-or a revêtu deux formes : au cours des années antérieures à la grande guerre, les opérations sur le marché libre étaient entièrement subordonnées aux mouvements d'or ; depuis la guerre, les achats et les ventes de titres, tout en étant déterminés à la longue par l'existence de l'étalon-or, ont agi temporairement à l'encontre des mouvements d'or.

Avant la guerre, la politique du marché libre n'était pratiquée que dans la mesure compatible avec les règles de l'étalon-or. La Banque d'Angleterre dont les opérations sur le marché libre n'étaient alors qu'un complément de la politique de l'escompte utilisé pour rendre effectif son taux officiel, vendait des fonds d'Etat lorsqu'elle voulait arrêter l'exode d'or. Ces ventes de titres étaient ainsi conformes à la règle de l'étalon-or d'après laquelle il fallait restreindre et renchérir le crédit lorsque l'encaisse-or de la banque d'émission diminuait. Par contre, on ne trouve pas, dans l'histoire des opérations sur le marché libre en Angleterre avant 1914, un seul exemple d'achats de titres faits en vue de compenser une diminution, même temporaire, de l'encaisse-or de la banque et pour permettre aux banques commerciales de ne pas restreindre et renchérir leur crédit. La Banque d'Angleterre n'essayait même pas de neutraliser par les achats et les ventes de titres les mouvements saisonniers d'or au printemps et en automne de chaque année¹. La politique du marché libre se résumait donc ainsi : les ventes de titres sur le marché libre renforçaient les effets de l'exportation d'or tandis que les achats de titres ne neutralisaient jamais la baisse du stock d'or.

1. Voir le chapitre I, p. 17.

Sous le régime de l'étalon-or restauré au cours des années 1925-1931, les dirigeants de la politique du marché libre n'ont plus appliqué les règles en vigueur avant la guerre et les opérations de la Banque d'Angleterre et des Banques de réserve fédérale, bien que restant déterminées à la longue par l'existence de l'étalon-or, agissaient temporairement même dans un sens opposé aux mouvements d'or. Lorsque la banque d'émission perdait de l'or, elle compensait la diminution de son encaisse par les achats de titres ; dans le cas contraire, elle neutralisait l'afflux d'or par les ventes de titres. Ainsi maintenait-elle le volume du crédit à un niveau indépendant des fluctuations survenues dans son encaisse-or ¹.

Cette compensation des mouvements d'or par les opérations sur le marché libre était alors d'autant plus nécessaire que les mouvements de capitaux à court terme étaient particulièrement fréquents. D'autre part, comme l'afflux d'or sur un marché était souvent provoqué par un mouvement de capitaux susceptibles d'être retirés d'un moment à l'autre, l'acquisition de cet or, à moins d'être compensée par une autre opération, tendait à élargir le volume du crédit ce qui présentait un grave danger pour le pays qui recevait de tels capitaux.

En Angleterre, cette compensation des mouvements de capitaux à court terme par les opérations sur le marché libre a été très fréquente au cours des années 1925-1931.

1. Cf. M. Louis Pommery dans le recueil *Doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, p. 100 : « Il faut que l'équilibre du marché monétaire ne soit pas à tout instant rompu et c'est encore à la banque d'émission qu'il appartient de veiller à le maintenir. Or cet équilibre peut se trouver affecté par les rentrées et les sorties d'or dont l'influence directe et normale (effets sur le crédit) peut être jugée inopportune. La banque a le moyen de contre-carrer cette influence grâce aux opérations sur le marché libre dont l'objet devient dès lors, la régularisation et la stabilisation du marché du crédit ».

La Banque d'Angleterre vendait par exemple des fonds d'Etat au début de 1928 pour neutraliser l'afflux d'or et elle les achetait au cours des derniers mois de la même année pour compenser la diminution de son stock d'or. De même en 1929, elle s'efforçait d'empêcher que la baisse de son encaisse-or ne provoquât un renchérissement du loyer de l'argent plus grand que l'élévation de son taux d'escompte à 5 1/2 et plus tard à 6 1/2%¹. De même en juin et juillet 1931 la banque compensait la perte d'or par les achats de titres en sauvegardant ainsi les disponibilités des banques commerciales et en empêchant une restriction du crédit².

Aux Etats-Unis, la possibilité de compenser les mouvements d'or par les achats et les ventes de titres a été reconnue officiellement en 1922. En 1923, les Banques de réserve vendaient des titres pour neutraliser l'afflux d'or et prévenir une hausse des prix. Par contre, elles achetaient des fonds d'Etat au cours des années 1927-1928 pour compenser la diminution de leur encaisse-or. Elles poursuivaient une politique analogue en septembre et octobre 1930, et de février à juin 1932. Toutefois, à l'exception des cas que nous venons de mentionner, les opérations des Banques de réserve au cours des années 1921-1930 étaient, en règle générale, parallèles aux mouvements d'or car les achats de titres étaient effectués

1. Cf. R.G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, p. 288 : « La politique de la banque consiste parfois à consentir à un gain ou à une perte d'or et à les compenser par une diminution ou une augmentation correspondante de son portefeuille de titres. La banque peut subir, par exemple, une grande perte d'or ; un moment de tension survient là-dessus, le taux d'escompte est élevé et le cours du change est suffisamment redressé : mais elle peut estimer qu'il n'est pas nécessaire ou désirable de fortifier ou de prolonger la pression pour attirer l'or qu'elle avait perdu. C'est ce qui est arrivé en 1929 ».

2. Voir le chapitre I, p. 9.

en périodes d'afflux d'or et les ventes de titres avaient lieu notamment lorsque le stock d'or diminuait¹.

La compensation des mouvements d'or par les opérations sur le marché libre a été généralement reconnue, par les autorités officielles des pays qui pratiquaient cette politique, aussi bien que par de nombreux économistes, comme une procédure à la fois utile et rationnelle. L'idée qu'il fallait tenir compte de l'influence qu'une entrée ou une sortie d'or pouvaient avoir sur les conditions internes du crédit et qu'il était désirable de neutraliser les mouvements de capitaux à court terme d'un marché à l'autre, a été suggérée, en accord avec la Délégation de l'or du Comité financier de la Société des Nations, par le Comité Macmillan. Dans son rapport publié pendant l'été de 1931, le Comité a recommandé que le pouvoir des banques centrales d'augmenter leurs dépôts par d'autres procédés que l'achat d'or ou d'équivalents de l'or ne devrait pas être limité de façon excessive. Une telle limitation peut venir de ce que les catégories d'avoirs que la banque d'émission est autorisée à détenir sont trop étroitement limitées par la loi. Il devrait de même être au pouvoir d'une banque centrale de restreindre le volume de ses dépôts autrement que par une diminution de son encaisse-or².

La compensation des mouvements d'or par les opérations sur le marché libre se heurtait cependant, sous le régime de l'étalon-or, à de grandes difficultés. Arme défensive contre les *fluctuations* provoquées par les mouvements d'or, les opérations sur le marché libre étaient sans doute un procédé utile et satisfaisant. Mais elles

1. Cf. S.E. Harris, *Twenty Years of Federal Reserve Policy*, vol I, p. 165.
2. *Op. cit.*, p. 123 ; Cf. aussi p. 151 et 152.

n'étaient pas un procédé suffisant pour résister à la *pression continue* de l'étranger contre une monnaie nationale rattachée à l'étalon-or international. Dans ces conditions, la politique du marché libre avait une ampleur et des buts limités par l'existence de l'étalon-or.

Après 1931, les conditions de la politique du marché libre ont été radicalement modifiées. L'abandon de l'étalon-or ou la réglementation du commerce des devises (dans les pays qui se sont efforcés de maintenir la monnaie à la parité-or théorique) ont eu pour résultat de séparer la politique interne du crédit et le contrôle du cours du change de la devise nationale. Les opérations sur le marché libre se sont alors transformées de deux manières : les banques d'émission, libérées des liens de l'étalon-or international, ont été à même de poursuivre, par des achats massifs de titres, une politique nationale d'expansion du crédit ; d'autre part, les fonds de stabilisation dont le rôle principal était de compenser les mouvements de capitaux à court terme, ont effectué des interventions essentiellement analogues aux opérations sur le marché libre.

Le premier résultat de l'abandon de l'étalon-or ou de la réglementation du commerce des devises a été de rendre possible, par des achats massifs de titres, une politique d'expansion du crédit sur le marché monétaire. Tandis qu'au cours des années 1925-1931 les achats et les ventes de titres, bien qu'agissant parfois temporairement à l'encontre des mouvements internationaux de capitaux, étaient déterminés à la longue par les exigences de l'étalon-or, la politique du marché libre depuis 1931 a été entièrement libérée des limitations que le rattachement de la monnaie nationale à un système international

lui imposait jadis. Certaines banques d'émissions ont alors inauguré une politique d'argent abondant et à bon marché, entièrement indépendante des conditions monétaires existant sur les marchés étrangers. En Angleterre et aux États-Unis, l'abandon de l'étalon-or a été la condition même de l'expansion monétaire ; en Allemagne, le contrôle des changes, impliquant une séparation stricte du mark intérieur de la valeur externe de la monnaie, a rendu possible l'expansion monétaire interne ; de même au Japon, l'abandon de l'étalon-or, suivi plus tard par l'introduction d'un contrôle des changes, a été à la base de l'expansion monétaire.

Le second résultat de la séparation de la politique interne du crédit et du contrôle du cours du change a été le développement du système des fonds de stabilisation des changes. Il existe, à l'heure actuelle, deux types de fonds de stabilisation, ceux dont les ressources initiales se composaient de titres d'Etat et ceux dont les ressources se composaient d'or libéré par la réévaluation de l'encaisse de la banque d'émission.

Les fonds du premier type, dotés d'avoirs qui peuvent se convertir en monnaie nationale sur le marché libre, ont pour but à la fois d'intervenir sur le marché des changes et de régulariser la situation interne du crédit. L'action régulatrice que ces fonds exercent sur le marché monétaire a pour but de compenser les mouvements de capitaux à court terme en les empêchant d'affecter la base interne du crédit. En cas d'un afflux d'or susceptible d'augmenter les disponibilités des banques commerciales, le fonds vend des titres jusqu'à concurrence du montant de l'or qu'il a acheté, annulant ainsi l'accroissement de réserves des banques privées. En cas de sortie

de capitaux, le processus est inverse : le fonds vend de l'or et achète aux banques les bons du Trésor avec le produit de ces ventes. Dans les deux cas, l'encaisse des banques reste intacte et les mouvements d'or n'affectent pas la base interne du crédit.

Par contre, les fonds du second type, ceux dotés d'or libéré par la réévaluation de l'encaisse-or de la banque d'émission, ne sont pas à même de compenser les mouvements de capitaux. En cas d'un afflux d'or, ils transfèrent à la banque centrale — faute de ressources en monnaie nationale — l'or qu'ils viennent d'acquérir de telle sorte que les disponibilités du marché monétaire auprès de la banque centrale vont en augmentant. De même, lorsque se produit une sortie de capitaux, ils ne peuvent pas empêcher un resserrement du crédit. Ces fonds n'exercent donc aucune action compensatrice, leur rôle étant strictement d'atténuer ou d'égaliser les fluctuations du change.

Cette action compensatrice exercée par les fonds de stabilisation dont les ressources se composaient à l'origine d'avoirs convertissables en monnaie nationale est, dans son principe, essentiellement analogue à celle des opérations sur le marché libre par lesquelles, sous le régime de l'étalon-or, la banque d'émission pouvait compenser les mouvements d'or. La substitution d'un fonds de stabilisation des changes à la banque centrale comme organisme effectuant les opérations de neutralisation ne change rien au principe de compensation ¹. Ces opérations sur titres ont été peu à peu perfectionnées à un point tel qu'on a pu appeler, dans le cas du Fonds britannique,

1. Cf. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 56 ; Banque de règlements internationaux, *Septième rapport annuel*, 1937, p. 59.

ce mécanisme de compensation un « triomphe de la technique »¹.

Les fonds de stabilisation des changes qui ont pour but principal de compenser les mouvements de capitaux à court terme fonctionnent en Angleterre et aux Pays-Bas. Aux Etats-Unis où le Fonds de stabilisation n'a pas le pouvoir de neutraliser les mouvements de capitaux, une méthode sensiblement analogue à celle du mécanisme compensateur du Fonds britannique et des opérations sur le marché libre sous le régime de l'étalon-or a été adoptée en décembre 1936 pour contrebalancer les effets de l'accroissement incessant de l'encaisse-or. Depuis cette époque, le Trésor affecte l'or qu'il achète à un « compte inactif » en vendant au public un montant équivalent d'obligations des Etats-Unis. Un exode d'or est compensé de façon analogue par l'achat ou par l'amortissement d'obligations des Etats-Unis pour rendre ainsi au marché les disponibilités perdues par suite des exportations d'or. De même en Argentine, le Gouvernement a émis en 1936 des bons du Trésor pour absorber les entrées d'or. Dans plusieurs autres pays des propositions ont été présentées en vue de permettre aux autorités monétaires d'intervenir sur le marché par des ventes de titres.

La politique du marché libre s'est ainsi radicalement transformée si on la compare aux opérations des banques d'émission sous le régime de l'étalon-or. Nous nous attacherons, dans le prochain chapitre, à faire apparaître clairement un des principaux aspects de cette transformation en examinant les rapports de la politique du marché libre avec la politique de l'escompte.

1. N.F. Hall, *The Exchange Equalisation Account*, p. 32.

CHAPITRE V

LA POLITIQUE DU MARCHÉ LIBRE ET LA POLITIQUE DE L'ESCOMPTE

Un des principaux problèmes que pose la politique du marché libre dans la théorie monétaire et dans la pratique bancaire, est le rapport qui existe entre les opérations de la banque d'émission sur le marché libre et la politique de l'escompte. Comme nous l'avons indiqué dans la première partie où nous avons examiné l'origine et l'évolution des opérations sur le marché libre, cette politique n'était, dans sa conception et dans sa pratique primitives, qu'un moyen auxiliaire de la politique de l'escompte. Après la grande guerre, et surtout au cours de la crise économique mondiale, les opérations sur le marché libre ont acquis une signification propre et sont devenues un procédé autonome de la politique de certaines banques d'émission. Cette évolution a profondément modifié les rapports réciproques de la politique de l'escompte et de la politique du marché libre. Si l'on veut donc esquisser brièvement les rapports fondamentaux qui existent entre ces deux procédés de la politique monétaire, il faut rappeler tout d'abord comment se concevaient et se pratiquaient à l'origine la politique de l'escompte et la politi-

que du marché libre, puis indiquer les principales causes de l'évolution contemporaine de la politique du marché libre et esquisser enfin les différences les plus caractéristiques qui existent entre les achats et ventes de titres par la banque centrale et les variations de son taux d'escompte.

1. La conception et la pratique de la politique de l'escompte et de la politique du marché libre.

La politique de l'escompte et la politique du marché libre étaient, dans leur conception primitive, deux procédés d'émission de billets et d'action sur les disponibilités des banques commerciales d'inégale importance et de signification différente. Les variations du taux officiel de l'escompte étaient une fonction fondamentale de la banque centrale alors que les achats et les ventes de titres sur le marché libre n'étaient qu'un procédé auxiliaire destiné à renforcer l'efficacité d'un relèvement ou d'une diminution du taux d'escompte de l'institut d'émission. La théorie classique et l'administration orthodoxe considéraient en somme les opérations sur le marché libre comme une mesure d'exception.

Au XIX^e siècle, la politique de l'escompte accomplissait une double fonction qui, tout en n'étant clairement formulée que par les économistes contemporains, n'en était pas pas moins réelle à cette époque : à l'intérieur du pays, les variations du taux officiel de l'escompte étaient un moyen employé pour agir sur le volume du crédit et le taux d'intérêt ; à l'extérieur, elles avaient pour but d'atténuer ou de compenser les fluctuations du cours du change de la devise nationale.

La politique de l'escompte, si on la considère dans sa fonction première comme méthode de contrôle du crédit et comme moyen de régulariser le taux d'intérêt, a été développée à Londres après la crise monétaire de 1836-1837, ne devant ainsi que de quelques années la loi de 1844 sur l'activité de la Banque d'Angleterre. C'est ainsi qu'on ne trouve, avant 1837, dans les ouvrages de Ricardo aucune trace des idées relatives à la politique de l'escompte car les lois sur l'usure, fixant une limite maxima du taux d'escompte à 5 %, la rendait impraticable¹. Ce n'est qu'après l'abrogation des lois sur l'usure en 1837 que la politique de l'escompte a pu prendre la signification que la théorie monétaire et la pratique bancaire lui ont donnée au XIX^e siècle et que l'on peut résumer ainsi : la banque d'émission élève son taux d'escompte lorsqu'elle juge le crédit trop abondant et le loyer de l'argent trop bas, et inversement. Cette maxime généralement acceptée au XIX^e siècle a été confirmée encore dans le rapport du Comité Cunliffe en 1918².

La seconde fonction de la politique de l'escompte considérée en tant que procédé susceptible d'assurer la stabilité du cours du change de la devise nationale n'a été formulée que quelques années plus tard. Cette règle suivant laquelle la banque d'émission doit élever son taux d'escompte lorsqu'elle désire provoquer un afflux d'or dans le pays ou faire l'opération inverse pour arrêter l'entrée d'or ou faire éloigner le métal jaune, a été expliquée pour la première fois par Thomas Took devant le *Select Committee* de 1840 et elle fut universellement reconnue dans la Cité de Londres à l'époque où Goschen

1. Cf. R.G. Hawtrey, *Trade Depression and the Way Out*, p. 116.

2. Cf. R.G. Hawtrey, *ibid*, p. 116.

publia son livre *Foreing Exchanges* en 1861. Cette règle est devenue plus tard un des axiomes principaux de la théorie du fonctionnement de l'étalon-or. « La Banque d'Angleterre avait jadis le sentiment, nous-a-t-on dit dans une déposition, remarque le Comité Macmillan, qu'elle poursuivait la politique la plus sûre en fixant avant tout son regard sur le mouvement des cours du change en tant qu'indicateur de la balance des paiements internationaux et en modifiant son taux d'escompte surtout d'après ces mouvements. Tel serait donc le remède approprié, qu'il s'agisse de troubles temporaires ou d'un réajustement plus profond »¹.

La politique du marché libre était, dans sa forme primitive, étroitement liée à cette conception de la politique de l'escompte. Le but des opérations sur le marché libre en Angleterre était alors, en effet, d'assurer l'efficacité d'un relèvement du taux officiel de l'escompte et d'atténuer ainsi les fluctuations indésirables du cours de la livre sterling². De même dans d'autres pays, les opérations originelles de la banque d'émission furent effectuées afin de renforcer l'efficacité des modifications du taux d'escompte. « La banque centrale ne peut pas recourir à la politique du marché libre pour la substituer à sa politique de l'escompte, mais seulement afin de renforcer cette dernière en rendant effectif son taux d'escompte ; en d'autres termes, sauf dans des situations rares et anormales, le montant total des avoirs de la banque centrale est en fonction de son taux d'escompte de telle sorte qu'il est possible de contrôler la situation tout entière par les variations appropriées de ce taux. Jus-

1. *Op. cit.*, p. 96.

2. Voir le chapitre I, p. 15, et le chapitre IV, p. 175.

qu'à ces derniers temps, ce fut encore la doctrine orthodoxe en Angleterre, bien qu'elle n'ait pas été acceptée aussi universellement à l'étranger »¹.

Après la grande guerre, particulièrement au cours de la dépression économique mondiale, les rapports de la politique de l'escompte et de la politique du marché libre ont subi une transformation profonde. D'un moyen auxiliaire visant à fortifier les effets des modifications du taux d'escompte, les achats et les ventes de titres sont devenus un procédé autonome d'émission des billets et d'action sur les disponibilités des banques commerciales ; par ailleurs, l'importance de la politique de l'escompte a sensiblement diminué si on la compare avec celle qu'a prise la politique du marché libre. C'est aux Etats-Unis que cette évolution a été la plus marquée. « Un des facteurs les plus importants de l'histoire de la Réserve fédérale est la substitution des opérations sur le marché libre aux transactions de réescompte : les opérations sur le marché libre sont devenues l'affaire principale des Banques de réserve fédérale malgré les stipulations de la loi constitutive qui les a seulement conçues comme procédé auxiliaire destiné à rendre effectif le taux d'escompte ; même sous cette forme elles se sont heurtées à une violente opposition des banquiers. Mais, à l'heure actuelle, elles apparaissent comme un devoir primordial du Système de réserve fédérale auquel les banquiers eux-mêmes attachent une grande importance. Cette transformation est passée pratiquement inaperçue ; seuls se sont élevés quelques critiques peu nombreux »².

1. J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, p. 251.

2. Henry Parker Willis, *The Theory and Practice of Central Banking*, p. 186.

La politique de l'escompte cherchant à assurer la stabilité du cours du change de la devise nationale a été, dans une large mesure, remplacée par les interventions des fonds de stabilisation des changes (et dans certains autres pays) par la réglementation du commerce des devises. Le résultat principal a été que l'afflux ou l'exode d'or n'exercent plus dorénavant, dans les pays qui ont détaché leur monnaie de l'or, la même influence sur la base interne du crédit que ne l'exerçaient, sous le régime de l'étalon-or, les modifications du taux officiel de l'escompte, consécutives aux mouvements de capitaux à court terme. De même, dans les pays qui ont introduit un contrôle des changes, les prescriptions régissant le transfert des devises accomplissent aujourd'hui, dans une large mesure, l'ancienne fonction de la politique de l'escompte. Les répercussions que les fluctuations des changes avaient jadis sur les disponibilités du marché monétaire interne et sur le taux d'intérêt se trouvent donc aujourd'hui pratiquement éliminées.

La séparation de la politique interne du crédit et du contrôle de la valeur de la devise nationale n'est cependant qu'un aspect de l'évolution contemporaine de la monnaie et du crédit. Outre le déclin du rôle de la politique de l'escompte, il convient en effet de souligner l'importance croissante des achats et des ventes de titres sur le marché libre et d'autres interventions des banques d'émission et des Gouvernements¹ pratiquées en vue d'élargir ou de rétrécir la base interne du crédit ou bien

1. Parmi ces interventions des banques d'émission et des Gouvernements, il faut rappeler surtout les mesures suivantes : fixation des réserves légales des banques commerciales ; pouvoir conféré aux autorités monétaires de modifier le pourcentage des réserves légales ; restrictions à l'émission d'emprunts pour le compte de l'étranger ; diverses mesures administratives etc...

en vue de protéger le crédit domestique contre les perturbations de provenance étrangère. Dans cette politique, la fixation du taux d'escompte à un niveau qui est souvent le taux le plus bas enregistré dans l'histoire monétaire du pays, ne joue qu'un rôle secondaire.

2. Les causes de l'évolution contemporaine de la politique du marché libre

Les principales causes des modifications survenues dans les rapports de la politique de l'escompte et de la politique du marché libre sont dues en particulier aux facteurs suivants : nouvelle conception de la politique des banques d'émission ; résistance des Gouvernements et de l'opinion publique qui refusent de subordonner l'évolution de la conjoncture interne aux fluctuations du cours du change de la devise nationale et au maintien de l'étalon-or ; inefficacité des modifications du taux officiel de l'escompte effectuées en vue d'agir sur les mouvements d'or et pour sauvegarder l'étalon-or ; importance croissante de la monnaie scripturale ; réduction des opérations de réescompte des banques d'émission et diminution d'escomptes, de prêts et d'avances des banques commerciales. Bien qu'il soit difficile d'évaluer exactement l'importance respective de ces causes diverses, il est impossible de nier qu'elles ont pesé lourdement sur la politique de l'escompte et ont amené son déclin, de même qu'elles ont favorisé l'essor des opérations sur le marché libre.

La nouvelle conception de la politique des banques d'émission, conception de plus en plus admise aussi

bien dans la théorie monétaire que dans la pratique bancaire, attribue une importance décisive aux effets économiques et sociaux de la politique du crédit plus qu'à l'axiome classique affirmant que les avoirs de la banque centrale devaient être à court terme et que l'institut d'émission devait avoir la possibilité d'en réduire facilement le montant total. En particulier, on attachait auparavant une grande importance au principe d'après lequel les effets en contre partie desquels la banque d'émission pouvaient émettre des billets ou augmenter les dépôts en compte-courant des banques commerciales devaient être à court terme et avoir une échéance précise ; en outre, ils devaient être renouvelés automatiquement par la liquidation des effets venus à échéance et par l'achat ou l'escompte des effets nouveaux. En règle générale, l'initiative de ces opérations devait émaner du marché monétaire et la banque centrale devait attendre que les banques commerciales ou ses clients directs lui aient adressé des demandes d'escompte, de réescompte ou d'avances. En outre, la banque d'émission ne fixait pas le taux, mais « elle le constatait »¹. Ces axiomes classiques de la politique du crédit ne sont plus, depuis quelques années, reconnus universellement et sans restrictions ; bien au contraire, ils sont mis en doute, surtout dans les pays anglo-saxons. Bien des économistes et certains dirigeants de la politique monétaire dans divers pays estiment qu'il est préférable que la banque centrale fournisse le crédit de sa propre initiative et qu'elle ne doit plus attendre comme jadis la

1. Célèbre parole de M. Warn, régent de la Banque de France, dans l'enquête de 1864-65 ; dans la même enquête, on a déclaré : « On ne peut pas dire que la Banque de France impose le taux d'escompte du pays, elle le subit ».

demande du marché monétaire. C'est dans ces conditions que se sont imposés d'eux-mêmes les achats de titres sur le marché libre par la banque d'émission.

Une autre cause de la transformation contemporaine de la politique de l'escompte est la résistance des Gouvernements et de l'opinion publique qui refusent de subordonner l'évolution de la conjoncture interne aux fluctuations du cours du change de la devise nationale, aux mouvements internationaux de capitaux et au maintien de l'étalon-or. Sous le régime de l'étalon-or, les dirigeants de la politique monétaire adaptaient le taux officiel de l'escompte aux fluctuations des cours du change, reflétant les mouvements de capitaux et l'état de la balance des paiements. La politique de l'escompte était « l'instrument le plus délicat et le plus beau » permettant « une saine administration du système monétaire »¹. Toutefois, malgré l'assentiment de principe que le Comité Macmillan donne à cette formule, le rapport indique expressément que la politique de l'escompte doit être soumise à certaines rectifications pour être vraiment utile. La principale objection qu'indique le rapport contre une politique de l'escompte « guidée et gouvernée » par les mouvements d'or, affirme que les modifications du taux d'escompte visent pratiquement « plus à maintenir la stabilité du cours du change de la monnaie qu'à sauvegarder la stabilité des affaires ». « Au lieu de maintenir la stabilité des prix, des profits et de l'emploi, le maintien d'un change stable a pour effet de transmettre à notre système de crédit tous les troubles sérieux de caractère cyclique ou autres, qui affectent le reste du monde »².

1. *Report of the Committee on Finance and Industry*, p. 97.

2. *Ibid.*, p. 97 et 98.

Pour éviter les effets fâcheux que le renchérissement du loyer de l'argent produisait sur l'économie nationale, les banques d'émission s'efforçaient, sous le régime de l'étalon-or, de retarder le plus possible le relèvement du taux d'escompte. C'est ainsi que la politique du marché libre de la Banque d'Angleterre cherchait à empêcher que les mouvements internationaux d'or ne parvinssent à affecter avec une *pleine* rigueur le volume du crédit ; c'est pour cette raison qu'on ajournait, aussi longtemps que possible, l'élévation du taux d'escompte. Malgré cette atténuation des effets des mouvements de capitaux sur la situation interne du crédit, une baisse de la valeur externe de la monnaie nécessitait, en règle générale, des mesures de déflation dans le but de protéger les réserves d'or et exerçait, par suite de la pression sur le crédit et le renchérissement du loyer de l'argent, une influence déprimante sur le commerce intérieur. Dans ces conditions, l'opinion publique, les milieux d'affaires et les Gouvernements demandaient dans certains pays que l'on ne subordonnât plus l'évolution de la conjoncture interne aux fluctuations du cours du change de la monnaie et que l'on renonçât à l'emploi habituel de la politique de l'escompte.

A l'heure actuelle, bien des économistes et des banquiers ne considèrent plus le maintien de la stabilité des changes comme le but unique ou comme le but le plus important de la politique monétaire. Certes, chacun s'accorde à penser que les mouvements de capitaux ne devraient pas affecter le cours du change tant qu'ils ne revêtent pas une grande ampleur ou tant que l'on peut raisonnablement espérer un renversement du courant dans un proche avenir. Si cependant les conditions économiques à l'étranger ou dans le pays ont subi des modifi-

cations profondes et durables, exerçant une pression sur la monnaie nationale, le maintien de la stabilité des cours du change peut cesser d'être l'objectif principal de la politique monétaire. La stabilité des changes est ainsi considérée comme moins désirable que la stabilité des affaires. « La politique ne devrait pas consister à fixer le cours du change et à exiger que l'économie s'ajuste d'elle-même à ce cours, mais à maintenir l'économie raisonnablement stable et à varier le cours du change, si cela est nécessaire pour atteindre le but poursuivi » : c'est dans ces termes que la Commission chargée de faire une enquête sur le système monétaire et bancaire en Australie, Commission dont l'œuvre prolonge celle du Comité Macmillan et des commissions canadienne et néo-zélandaise, définit le but de la politique monétaire. « La Banque du Commonwealth devrait viser principalement à réduire les fluctuations de l'activité économique en Australie ... Une telle politique est moins précise que celle de la stabilité des changes, et il est plus difficile d'en prouver le succès ; nous considérons cependant que l'idée qui en est à la base est d'une importance fondamentale »¹. C'est là évidemment un énoncé très simple d'un problème très complexe. « Il faut cependant féliciter la Commission, remarque le Professeur Copland, de l'Université de Melbourne, pour avoir délibérément évité de faire croire qu'elle en savait trop sur ce problème tout en attirant l'attention du système bancaire sur sa responsabilité publique d'user de son influence incontestable pour mitiger les fluctuations industrielles »².

1. *Report of the Royal Commission to Inquire into the Monetary and Banking Systems in Australia*, p. 117.

2. *Some Problems of Australian Banking* dans *The Economic Journal*, décembre 1937, p. 686.

Les modifications survenues dans les rapports réciproques de la politique de l'escompte et de la politique du marché libre sont en partie également dues à l'inefficacité des changements du taux d'escompte, opérés en vue d'agir sur les fluctuations du cours du change et les mouvements d'or. Malgré les innombrables changements du taux officiel de l'escompte dans les pays qui ont essayé, au cours des récentes années, de maintenir la parité-or intégrale et de sauvegarder l'étalon-or dans sa forme stricte, la politique de l'escompte s'est avérée inefficace. Il ne suffisait pas, en effet, de relever le taux d'escompte de la banque d'émission pour remédier à la fuite de l'or alors que l'on négligeait de remédier aux autres causes dont l'exode du métal jaune n'était qu'un des nombreux effets. Les mouvements d'or n'obéissaient pas aux variations du taux d'escompte car les capitaux, au lieu d'être transférés dans les pays où leur placement était le plus rémunérateur, cherchaient à se mettre à l'abri dans les pays où les conditions politiques, économiques et financières paraissaient les plus stables. Le maniement du taux d'escompte était donc entièrement faussé. En fait, depuis 1932, les taux d'escompte ont été remarquablement stables dans les pays qui, ayant abandonné l'étalon-or, ont renoncé à l'emploi de la politique de l'escompte afin d'agir sur les cours du change et les mouvements de capitaux à court terme. Dans ces pays, le taux d'escompte a été réduit, en règle générale, au niveau le plus bas que l'institut d'émission ait jamais pratiqué. C'est ainsi que le taux d'escompte est resté sans modification depuis 1932 en Angleterre (2 %, taux qu'on ne retrouve qu'entre les années 1890 et 1900) et en Allemagne (4 %), depuis 1933 en Suède (2 1/2 %) et depuis le

début de 1934 aux Etats-Unis (1 1/2 % à New-York ; en août 1937, le taux d'escompte de la Banque de réserve de New-York a été ramené à 1 %, taux sans précédent) Par contre, les pays qui ont essayé d'appliquer la politique de l'escompte comme une arme pour sauvegarder la parité-or intégrale de leur monnaie ont été obligés de procéder à de multiples changements de leur taux officiel de l'escompte. En France et aux Pays-Bas, les taux d'escompte ont accusé de très nombreuses modifications avant la dévaluation. En France, on note dix modifications du taux d'escompte en 1935 et 12 en 1936 ; au Pays-Bas, quinze modifications en 1935 et neuf en 1936. D'autre part, la Banque de France et la Banque des Pays-Bas ont relevé leurs taux d'escompte, dans certains cas, par de brusques sauts de 2 % ; c'est la première fois depuis cent ans que l'une et l'autre de ces banques ont eu recours à des mesures aussi radicales. Les multiples modifications du taux d'escompte, préjudiciables aux affaires aussi bien qu'aux finances publiques, contrastent avec la stabilité du taux d'escompte dans les pays qui ont abandonné l'étalon-or en vue d'une politique d'argent et à bon marché.

L'importance croissante de la monnaie scripturale et la nécessité de soumettre la création des dépôts bancaires au contrôle de la banque d'émission sont une des autres causes du déclin actuel de la politique de l'escompte. D'après les calculs du Service d'études économiques de la Société des Nations ¹, les dépôts bancaires constituent la partie la plus importante des instruments monétaires dans tous les pays anglo-saxons : aux Etats-Unis et dans

1. Cf. *Les banques commerciales 1929-34*, p. VII et *Monnaies et banques, 1936-37*, vol. I, p. 126 et suiv.

le Royaume-Uni, la proportion entre la monnaie scripturale et les billets de banque oscille entre 80 et 90 %, au Canada, en Nouvelle-Zélande et en Australie entre 70 et 80 %. Par contre, dans les pays du continent européen, les dépôts bancaires, d'ailleurs généralement convertis en billets lorsqu'on effectue des paiements de petite ou de moyenne valeur, ont une importance moindre si on les compare à la circulation de billets. Toutefois, même en France où le montant des billets en circulation dépasse vraisemblablement le chiffre des dépôts¹, l'importance de la monnaie scripturale s'accroît sans cesse en comparaison avec celle de la monnaie légale.

Ce développement de la monnaie scripturale a suscité de nombreuses propositions tendant à soumettre la création des dépôts par les banques commerciales au contrôle de l'institut d'émission. « L'Etat qui a la haute main sur le régime monétaire, qui a seul le droit de battre la monnaie ou de le concéder, qui exerce en la matière un *droit régalien*, comme on disait autrefois, l'Etat a le devoir d'intervenir pour ajuster l'émission de la monnaie scripturale aux besoins d'une économie bien équilibrée », estime le Professeur Ansiaux après avoir attiré l'attention sur les dangers que présente l'émission non contrôlée de monnaie scripturale par les banques commerciales². De même, M. Keynes remarque que la réglementation des banques commerciales est plutôt vague, tandis que celle des banques d'émission est très précise. « Je crois qu'à l'heure actuelle, dans tout pays civilisé ayant un

1. Cf. Louis Pommeroy dans *Doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, p. 98.

2. *Evolution du crédit et contrôle des banques* dans la *Revue d'économie politique*, novembre-décembre 1934, p. 1680.

Gouvernement responsable et une banque centrale puissante, il vaudrait mieux laisser le maniement des réserves de la banque d'émission à la libre discrétion de celle-ci plutôt que d'essayer de définir par une loi ce qu'elle devrait faire et dans quelles limites elle devrait agir. Par contre, une loi — ou, à défaut de loi, une convention obligatoire — devrait réglementer l'encaisse des banques affiliées afin d'assurer que toute décision relative au volume global de monnaie scripturale soit centralisée dans les mains d'un organe guidé par des considérations d'intérêt général en matière économique et sociale, et non par le profit pécuniaire »¹.

Pour contrôler la création de la monnaie scripturale, les autorités peuvent recourir soit à une réglementation légale des réserves des banques commerciales², soit aux opérations de la banque d'émission sur le marché libre en vue d'agir sur les disponibilités des banques commerciales, soit concurremment à ces deux mesures. Par contre, le maniement du taux d'escompte n'est pas suffisant pour inciter les banques à restreindre ou à accroître la création des dépôts bancaires. En effet, malgré un relèvement du taux d'escompte, les banques commerciales peuvent être encore capables d'augmenter le volume de leurs dépôts et inversement la baisse du taux d'escompte ne suffit pas, à elle seule, à stimuler la création de la monnaie scripturale.

La réduction des opérations de réescompte des banques d'émission et la diminution d'escomptes, de prêts et d'avances des banques commerciales constituent enfin une autre cause très importante de l'accroissement nota-

1. *A Treatise on Money*, vol. II, p. 263 et 272.

2. Cf. M. Ansiaux, *L'inflation du crédit et la prévention des crises*,

ble des achats de titres par le système bancaire. Tandis qu'au cours des récentes années le portefeuille de titres des banques centrales et commerciales augmentait, leur portefeuille d'effets diminuait. Cette multiplication de titres d'Etat et cette raréfaction d'effets de commerce détenus par le système bancaire ont eu une influence très importante sur la politique de l'escompte et la politique du marché libre.

Jusqu'à la guerre, les banques d'émission agissaient sur le marché du crédit surtout par la politique de l'escompte. De plus, dans la plupart des cas du moins, elles proportionnaient la circulation monétaire à la quantité des effets de commerce qu'elles recevaient à l'escompte ou au réescompte. D'autre part, les effets de commerce que les banques d'émission escomptaient ou réescomptaient représentaient des marchandises produites et mises en ventes. « Les banques d'émission sont les régulatrices du crédit, favorisent la circulation du papier de banque et font l'escompte du papier de commerce, qui représentent les valeurs créées et même livrées ... Elles ne doivent pas se priver pour longtemps de leurs capitaux, s'assurer le remboursement des prêts dans de courts délais. Point d'avances pour les travaux, pour l'amélioration des terres, l'acquisition de machines, la construction d'usines, etc. » : c'est dans ces termes que Frère-Orban, économiste belge qui faisait autorité au milieu du xix^e siècle, a exposé les motifs à l'appui du projet de loi proposant la création d'une banque d'émission en Belgique en 1849¹.

Au cours des dernières années, les effets de commerce

1. Cité dans le rapport au Roi concernant l'arrêté royal du 23 juillet 1937 relatif à l'activité, l'organisation et l'attribution de la Banque nationale de Belgique ; cf. le *Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique*, 10 septembre 1937, p. 175.

dont les banques d'émission se servaient pour leur politique de l'escompte se sont cependant raréfiés dans la plupart des pays et les dirigeants de la politique monétaire se sont vus obligés de chercher d'autres valeurs susceptibles de servir, avec l'or (et, dans certains pays, les avoirs à l'étranger), de base à l'émission des billets et à l'action de la banque centrale sur les disponibilités des banques commerciales. Dans un grand nombre de pays le choix a été porté sur les titres, en particulier sur les fonds d'Etat, et la banque d'émission a procédé aux opérations sur le marché libre¹. En Angleterre, le poste « escomptes et avances » de la banque a accusé, au cours des dernières années, une tendance ininterrompue à la baisse. Il comprend d'ailleurs, outre les effets de commerce présentés à l'escompte par les clients et les avances accordées aux sociétés d'escompte, les bons du Trésor présentés à l'escompte par les courtiers ou d'autres clients de la banque. Il n'est donc pas possible de séparer

1. Une illustration de ce développement ressort de la comparaison suivante du mouvement du portefeuille de fonds d'Etat de certaines banques centrales et de leurs prêts, avances et escomptes en faveur d'autres personnes que l'Etat (Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 138 et suiv.) :

Changements dans les postes « Fonds d'Etat » et « Prêts, avances et escomptes en faveur d'autres personnes que l'Etat » des banques d'émission.

Nombres indices calculés sur la base de 1929 = 100

Colonne A : Fonds d'Etat

Colonne B : Prêts, avances et escomptes en faveur d'autres personnes que l'Etat.

Année	Royaume-Uni		Etats-Unis		Japon		Allemagne	
	A	B	A	B	A	B	A ¹	B ²
1932	125	44	363	26	280	111	347	117
1933	108	40	477	23	338	123	637	129
1934	107	18	476	3	320	126	831	168
1935	100	20	476	4	361	122	726	180
1936	165	41	476	3	410	108	574	221

1. Portefeuille de titres.

2. Y compris des effets « spéciaux » de création du travail, de réarmement etc...

les effets de commerce et les bons du Trésor. Il semble toutefois que l'escompte des bons du Trésor est plus fréquent que celui des effets commerciaux. « En ce qui concerne les escomptes, remarque l'*Economist*¹, les banques par actions sont, dans une large mesure, à la merci du Trésor car les bons du Trésor forment la plus grande partie des effets sur le marché de Londres ». De même aux Etats-Unis, le montant des effets de commerce présentés au réescompte aux Banques de réserve a subi une forte diminution depuis 1929 ; à l'heure actuelle, il est insignifiant si on le compare au portefeuille de fonds d'Etat des Banques de réserve. En Belgique, aux termes du rapport au Roi présenté lors de la signature de l'arrêté royal du 23 juillet 1937, la réduction du volume des effets présentés à l'escompte a considérablement restreint l'influence régulatrice de la Banque nationale sur le marché de l'argent². En France, bien que la lettre de change ait survécu dans le commerce intérieur, la Banque de France a été obligée de recourir aux avances sur titres à échéance fixe ne dépassant pas deux ans pour conserver une influence sur le marché monétaire³. En

1. *Banking Supplement*, 12 octobre 1935, p. 4.

2. En 1936, la Banque nationale a été amenée à escompter 937.899 effets sur la Belgique d'un montant total de 4.932 millions de francs, alors que pour 1930, elle avait escompté 1.582.368 effets d'un montant global de 11.614 millions.

3. Cf. R.J. Truptil, *British Banks and the London Money Market*, p. 280 « C'est une règle absolue en France pour la banque centrale de ne pas intervenir sur le marché par des opérations sur le marché libre. Théoriquement, les banques commerciales devraient adresser à la Banque de France des demandes de réescompte quand l'argent devient rare ; c'est ce qui se passait avant la guerre. Depuis lors, cependant, la Banque de France augmenta le nombre de ses succursales et par là sa concurrence avec les banques commerciales. Celles-ci, à leur tour, manifestèrent une hostilité de plus en plus grande pour recourir à l'institut d'émission, peut-être parce qu'elles en ressentaient la concurrence qu'elles ne considéraient pas comme loyale, peut-être parce qu'elles craignaient vraiment de dévoiler les opérations et les noms de leurs clients à un établissement concurrent. Cet état de choses aurait pu s'améliorer si la Banque de France avait voulu réescompter librement les Bons de la défense nationale à échéance de moins de trois mois. Ce ne fut cependant pas le cas (jusqu'en

Allemagne, le déclin de l'importance de la lettre de change est masqué, dans les relevés de la Reichsbank, par l'assimilation des effets « spéciaux » de la création du travail et du réarmement, émis par des collectivités publiques, aux effets de commerce. Cette raréfaction du papier de commerce a eu pour effet que les banques d'émission ont été obligées d'avoir recours, pour exercer leur action sur le marché de l'argent, aux ventes et achats de fonds publics, de bons du Trésor ou de rentes.

Dans les banques commerciales, ce même phénomène de gonflement du portefeuille de titres et de réduction des opérations d'escompte, de prêts et d'avances a produit des effets semblables à ceux provoqués dans la composition des avoirs des banques centrales¹. Le porte-

février 1935) car la Banque de France craignait d'encourager ainsi le Gouvernement à augmenter la dette flottante. Elle insistait pour qu'une banque qui demandait assistance réescomptât tout d'abord son portefeuille commercial. C'est pour cette raison que le marché monétaire de Paris arrivait si souvent dans une impasse, au cours des dernières années, toutes les fois que le montant des fonds à court terme disponibles fut réduit (par exemple par suite d'une exportation d'or de la Banque de France, par suite d'un *run* de dépositeurs sur les banques, par suite d'un transfert temporaire à l'étranger de fonds à court terme »).

1. Une illustration de ce développement ressort de la comparaison suivante du montant total des escomptes, prêts et avances et du portefeuille de fonds d'Etat des banques commerciales (Société des Nations, *Monnaies et banques* 1936-37, vol. I, p. 170 et suiv.).

Changements dans les postes « Fonds d'Etat » et « Escomptes, prêts et avances » des banques commerciales.

Nombres indices calculés sur la base 1920 = 100

Colonne A : Escomptes, prêts et avances.

Colonne B : Fonds d'Etat.

Année	Royaume-Uni ¹		Etats-Unis ²		Japon		France ⁴		Allemagne ⁵	
	A	B	A	B	A	B ³	A	B	A	B
1932	64	197	62	150	100	96	86	112	63	1.731
1933	85	234	46	178	102	107	81	105	57	1.503
1934	83	244	44	244	92	123	77	92	58	1.248
1935	89	245	42	265	108	139	70	90	55	1.817
1936	94	260	.	.	119	153	.	.	58	2.100

1. Angleterre et Pays de Galles. 2) Toutes les banques. 3) Fonds d'Etat et autres placements et participations. 4) Banques de dépôts et banques d'affaires. 5) Toutes les banques, relevés de novembre.

feuille d'effets commerciaux et le volume des avances ont fortement diminué, tandis que le portefeuille de fonds d'Etat s'est considérablement accru. Par ailleurs, l'importance relative du montant global des escomptes, prêts et avances par rapport à l'ensemble des avoirs productifs des banques commerciales a sensiblement décliné, tandis que celle du portefeuille de fonds d'Etat a augmenté. En Angleterre, le montant total des escomptes, prêts et avances des banques commerciales (Angleterre et Pays de Galles) qui représentait, en 1929, 81 % de leurs avoirs productifs ne s'élevait qu'à 62 % en 1936, alors que le portefeuille de fonds d'Etat représentait 32 %, contre 15 % en 1929. Aux Etats-Unis, le montant total des escomptes, prêts et avances des banques nationales représentait, à la fin de 1935, 43 % de l'ensemble des avoirs productifs, contre 72 % en 1929, tandis que la proportion des fonds d'Etat a augmenté de 10 à 39 %. Un mouvement analogue, quoique de moindre envergure est perceptible dans la plupart des pays¹.

Pour ces causes diverses, un grand nombre de banques d'émission ont été amenées à renoncer à la politique de l'escompte et à recourir aux opérations sur le marché libre. Au lieu d'élargir ou de retrécir le volume du crédit en augmentant ou en diminuant, par les modifications appropriées du taux d'escompte, le montant des effets escomptés, elles augmentent ou diminuent le montant des fonds d'Etat qu'elles possèdent dans leur portefeuille.

1. Cf. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I p. 176 et suiv.

3. Les principales différences entre la politique de l'escompte et la politique du marché libre

Ce bref aperçu des causes auxquelles il convient d'attribuer les changements survenus dans la politique de l'escompte et dans celle du marché libre, fait entrevoir les principales différences que présentent ces deux armes à la disposition des banques d'émission. Ces différences ont trait à la technique, aux caractères, aux motifs et aux effets de ces deux politiques.

Les différences de la technique des opérations sur le marché libre et des modifications du taux d'escompte de la banque d'émission tiennent au mode d'action de ces deux politiques. Les achats et les ventes de titres agissent directement sur le volume de la circulation monétaire et du crédit et indirectement sur le taux d'intérêt, et inversement les modifications du taux d'escompte agissent directement sur le taux d'intérêt et indirectement sur le montant des billets de banque en circulation et des disponibilités des banques commerciales.

Les différences dues aux caractères de la politique de l'escompte et de la politique du marché libre consistent en ce que les modifications du taux d'escompte ont souvent été déterminées, sous le régime de l'étalon-or, par l'état momentané de la balance des paiements, les mouvements internationaux de capitaux à court terme et les fluctuations du cours du change de la devise nationale ; par contre, les opérations sur le marché libre sont, dans leur essence même, une mesure cherchant à élargir ou à retrécir le volume de la circulation monétaire et du crédit

et à agir sur le taux d'intérêt à l'intérieur du pays. En d'autres termes, la politique de l'escompte, tout au moins dans sa forme la plus courante en connexion avec l'étalon-or, présente un caractère international, tandis que la politique du marché libre, surtout dans la forme qu'elle a revêtue dans certains pays qui ont abandonné l'étalon-or, est de caractère national. Cette différence, due aux caractères intimes de ces deux politiques, était effacée, dans une large mesure, tant que les opérations sur le marché libre n'étaient encore qu'un moyen auxiliaire destiné à renforcer l'efficacité de la politique de l'escompte. Après la chute de l'étalon-or, la politique du marché libre est devenue indépendante et son caractère national s'est accentué, surtout dans les pays qui ont détaché leur monnaie de l'or. Quant aux raisons de ce renforcement du caractère national des opérations sur le marché libre, il convient de les chercher dans les changements survenus dans les conditions de la politique du marché libre : tant qu'une banque d'émission restait liée au système international, sa politique du marché libre était limitée par la situation du crédit dans d'autres pays car une expansion du crédit et une baisse du taux d'intérêt sur un marché aurait provoqué un exode d'or vers d'autres places où le loyer de l'argent était plus élevé et le crédit moins abondant. Par contre, après la séparation de la politique interne du crédit et du contrôle du cours de la devise nationale, la banque centrale a obtenu une liberté plus grande lui permettant de poursuivre, par les achats de titres, une expansion du crédit sur le marché interne¹.

Les différences entre les motifs de la politique de l'es-

1. Voir chapitre IV, p. 173.

compte et de la politique du marché libre sont encore plus importantes que celles qui ont été examinées quant à leurs caractères et leur technique. Dans le cas de l'escompte des effets de commerce, l'initiative pour augmenter la circulation monétaire est prise soit par les banques commerciales qui présentent des effets au réescompte, soit par les commerçants et industriels qui adressent directement les demandes d'escompte à l'institut d'émission. Le rôle de la banque centrale est ici, dans une large mesure, passif. La banque peut, il est vrai, encourager les banques commerciales à réescompter des effets ou le leur déconseiller en modifiant son taux d'escompte, mais dès qu'elle a fixé ce taux, il lui faut attendre jusqu'à ce que le mécanisme du réescompte se mette de lui-même en marche. D'après certains auteurs, la liberté de la banque d'émission de fixer le taux d'escompte est d'ailleurs très limitée. Par contre, c'est de sa propre initiative que la banque effectue les opérations sur le marché libre. « L'expérience a montré que l'initiative des demandes de crédit par voie de réescompte ou d'arrangement venant du cercle direct des clients de la banque, prend son origine ailleurs que dans l'institut d'émission. Par contre, les opérations sur le marché libre, du type généralement discuté à l'heure actuelle, prennent directement leur source dans la banque centrale. Elles proviennent en effet de ce que la direction de la banque estime que la communauté a besoin d'un volume du crédit plus grand ou tout au moins qu'elle peut l'utiliser »¹.

Les différences que l'on relève dans les effets de la poli-

1. Henri Parker Willis, *The Theory and Practice of Central Banking*, p. 179.

tique de l'escompte et la politique du marché libre consistent dans la rapidité de leur action, dans leurs répercussions psychologiques et dans leurs résultats.

Les effets de la politique du marché libre apparaissent généralement plus vite que ceux qui suivent les modifications du taux d'escompte. En effet, lorsque la banque d'émission change son taux d'escompte, il faut attendre, pour en ressentir l'action, que les banques commerciales adressent des demandes de réescompte à la banque centrale. Par contre, les achats et les ventes de titres ont une influence immédiate sur l'encaisse des banques commerciales et exercent ainsi une action rapide sur le volume du crédit. Kisch et Elkin trouvent que c'est surtout dans cette rapidité avec laquelle les achats et les ventes de titres agissent sur le marché que consiste la principale différence qui sépare les effets de la politique de l'escompte de ceux de la politique du marché libre. Ces opérations sont « une arme très puissante » dans les mains d'une banque centrale car l'encaisse est, pour une banque commerciale, la base sur laquelle s'élève la pyramide renversée du crédit et qui monte en augmentant plusieurs fois son volume. Une diminution de disponibilités impose donc rapidement aux banques commerciales une politique de restriction du crédit. Mais ce n'est pas seulement en poursuivant ce but que les opérations sur le marché libre sont importantes. Les achats de titres et d'effets par lesquels l'encaisse des banques commerciales s'accroît forment la méthode la plus rapide par laquelle une banque d'émission peut atténuer, de sa propre initiative, un brusque resserrement du crédit ou même le prévenir par une action déclenchée suffisam-

ment à temps »¹. Le rapport Macmillan estime de même que la politique de l'escompte et la politique du marché libre ont des effets plus différents dans le détail et la rapidité de leur action sur les divers éléments du marché que dans leur essence même².

Par contre, d'autres économistes trouvent que ce n'est pas seulement dans la rapidité de leur action que réside la différence qui sépare ces deux politiques, mais qu'elles sont aussi différenciées par leurs répercussions psychologiques et par leurs résultats.

Les modifications du taux officiel de l'escompte ne comportent pas, en effet, seulement une augmentation ou une diminution du coût du crédit de la banque d'émission, mais elles atteignent en même temps, dans les milieux d'affaires, la confiance dans l'avenir immédiat de l'activité économique, provoquant ainsi des vagues d'optimisme ou de pessimisme et suscitant par là des conjonctures de toutes sortes sur les causes véritables et les motifs des modifications du taux d'escompte³. Par contre les opérations sur le marché libre ont le mérite d'être moins dramatiques, de ne pas attirer l'attention et d'agir de manière plus discrète, tout au moins dans leur forme ordinaire. Aux Etats-Unis, avant 1929, on attachait une

1. *Central Banks*, p. 108.

2. *Op. cit.*, p. 95.

3. Le rapport Macmillan dit à ce sujet (p. 97) : « Les milieux d'affaires ont trouvé jusqu'ici difficile d'interpréter le sens d'une modification du taux d'escompte dans chaque cas particulier. Ils peuvent être dans l'incertitude et ne pas savoir si cette modification provient d'un effort fait pour corriger un déséquilibre temporaire dans la position internationale des prêts à court terme ou bien si elle représente le début d'une contraction qui doit ralentir l'activité économique et occasionner des pertes aux entreprises jusqu'à ce que l'on soit parvenu aux ajustements nécessaires. Ainsi un changement sans grande signification qui peut simplement être temporaire ou saisonnier, peut produire une alarme excessive et provoquer une réaction psychologique très défavorable sur la confiance des milieux d'affaires ».

très grande importance aux répercussions psychologiques de la politique du marché libre et de la politique de l'escompte.

La différence essentielle entre les opérations sur le marché libre et les modifications du taux officiel de l'escompte se manifeste surtout dans leurs résultats. La différence de portée de ces deux méthodes consiste, d'après M. Keynes, en ce que leurs effets sont matériellement différents ¹.

Tout d'abord, les modifications du taux d'escompte peuvent en général agir seulement de manière indirecte sur la quantité d'effets de commerce que les banques commerciales présentent au réescompte à la banque d'émission. Par contre, les opérations sur le marché libre exercent une action directe sur l'encaisse des banques commerciales et par là sur le volume des dépôts bancaires servant de monnaie scripturale.

D'autre part, les modifications du taux d'escompte affectent surtout le taux d'intérêt à court terme, tandis que les opérations sur le marché libre, pour autant qu'elles sont effectuées avec des titres à long terme, agissent sur le taux d'intérêt à long terme. Le taux d'escompte peut donc être l'arme la mieux appropriée que puisse utiliser la banque centrale pour préserver l'équilibre international par son action sur les mouvements de capitaux à court terme ; par contre, les opérations sur le marché libre sont plus efficaces lorsqu'il s'agit d'exercer une influence sur le volume et le rythme des investissements dans l'économie nationale ². En d'autres termes, la politique de l'escompte agit principalement sur le marché

1. *A Treatise on Money*, vol II, p. 251.

2. J. M. Keynes, *ibid*, vol. II, p. 252.

monétaire, la politique du marché libre sur le marché des capitaux.

Comme il ressort de cette comparaison sommaire de la politique du marché libre et de la politique de l'escompte, les achats et les ventes de titres sont devenus, du procédé auxiliaire qu'ils furent à l'origine, une véritable méthode indépendante des banques d'émission. Examinons, dans le chapitre suivant, les résultats que les autorités monétaires, dans certains pays, ont obtenus à la suite des achats et des ventes de titres par le système bancaire.

CHAPITRE VI

LES RÉSULTATS DE LA POLITIQUE DU MARCHÉ LIBRE

Au cours de ces dernières années, la politique du marché libre a été pratiquée dans bien des pays à une échelle inconnue jusqu'alors. Nous nous proposons à présent d'en examiner les résultats : la stabilité économique s'en trouve-t-elle augmentée ? La durée de la dépression ainsi que sa gravité en ont-elles été atténuées ?

Il est difficile, certes, d'examiner quels ont été effectivement les résultats des achats et des ventes de titres par le système bancaire et de porter un jugement d'ensemble sur les nouvelles méthodes de politique monétaire. En particulier, il est pratiquement impossible de dissocier avec précision les résultats des opérations sur le marché libre et les effets d'autres interventions des Gouvernements et des banques d'émission. De plus, outre ces facteurs monétaires, il y en a d'autres qui sont aussi puissants que l'offre d'argent et qui affectent les prix et l'activité économique. Beaucoup de ces facteurs ne revêtent pas un caractère monétaire et il n'est pas possible de les contrôler par une action monétaire. Par ailleurs, pour juger les résultats obtenus, il y a lieu de

tenir compte des circonstances économiques, politiques et psychologiques dans lesquelles une expérience monétaire s'est déroulée. Néanmoins, malgré les difficultés que peut soulever un tel examen, il semble possible de tirer de l'observation des faits certaines constatations qui, tout en étant approximatives et provisoires, n'en indiquent pas moins la voie dans laquelle il faut chercher les résultats de la politique du marché libre.

Pour examiner les résultats des opérations sur le marché libre, le mieux est d'étudier séparément les résultats de la politique d'expansion par les achats de titres, puis ceux de la politique d'expansion et de contraction alternées par les achats et les ventes de titres et enfin ceux de la politique de stabilité de la base interne du crédit par des achats de titres alternant avec des ventes.

1. Les résultats de la politique d'expansion

L'observation économique montre que, dans la plupart des pays, les taux d'intérêt ont accusé, dès que le *boom* a pris fin en 1929, une forte tendance à la baisse. Le mouvement descendant des taux d'intérêt, momentanément interrompu pendant la crise financière et bancaire de 1931, s'est accentué encore au cours des années 1932-1933, lorsque la dépression a atteint et dépassé le point le plus bas, et il s'est poursuivi, malgré un certain raffermissement du loyer de l'argent en 1936 et 1937, jusqu'à l'heure actuelle. La baisse de taux d'intérêt est un phénomène que l'on a toujours observé dans les périodes de ralentissement de l'activité économique. Par contre, la profondeur du fléchissement du taux d'inté-

rêt et la persistance de la baisse du loyer de l'argent pendant la reprise de la production depuis 1932 sont des phénomènes nouveaux qui n'ont jamais encore été observés. Dans plusieurs pays, par exemple aux Etats-Unis et au Japon, le taux d'intérêt a fléchi à un niveau qui n'avait jamais encore été atteint ; dans de nombreux autres pays, les taux pratiqués récemment ont été inférieurs aux taux les plus bas des années 1925-1929. D'autre part, le loyer de l'argent a été maintenu à un niveau particulièrement bas malgré la forte reprise des affaires et la hausse des prix dans de nombreux pays ; ce n'est qu'en 1936 et 1937 qu'ont apparus quelques symptômes d'un raffermissement des taux.

Cette évolution du taux d'intérêt dans la phase ascendante du cycle économique, contraire à ce qu'enseignait l'histoire, est généralement attribuée aux interventions des Gouvernements et des banques d'émission qui ont volontairement déprimé le loyer de l'argent en vue de stimuler la reprise des affaires. « Il faut naturellement chercher dans la politique générale en matière de monnaie et de crédit les causes de la faiblesse exceptionnelle dont les taux d'intérêt ont fait preuve dans beaucoup de pays au cours d'une période caractérisée par une reprise économique »¹. Certes, parmi les causes qui ont déterminé la baisse du taux d'intérêt, il y a des facteurs qui n'ont pas dépendu de la volonté des dirigeants de la politique monétaire ; ainsi en est-il par exemple de l'accroissement de la production de l'or et de la déthésaurisation du métal jaune dans les pays d'Orient. A côté de la « surabondance » de l'or qui a suivi une période de « di-

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 87.

sette », il faut cependant tenir compte de « l'intervention particulièrement active des banques centrales et des Gouvernements qui se sont efforcés de ranimer l'activité économique en élargissant les bases du crédit grâce à des opérations d'*open market* et à d'autres interventions du même ordre »¹.

L'ACTION DES OPÉRATIONS SUR LE MARCHÉ LIBRE

L'action que les opérations sur le marché libre exercent sur le taux d'intérêt est le résultat de l'accroissement des liquidités du système bancaire. Lorsque la banque d'émission achète des titres, elle augmente les liquidités des banques commerciales. Celles-ci peuvent utiliser l'accroissement de leur encaisse soit pour consentir des prêts à l'industrie et au commerce, soit pour acheter des titres. Lors d'une dépression économique, pendant qu'est faible la demande des crédits commerciaux par suite du marasme des affaires, les banques commerciales, ne pouvant utiliser l'accroissement de leurs disponibilités pour consentir des prêts industriels et commerciaux, emploient leurs fonds inactifs à des achats massifs de titres d'Etat et d'autres valeurs. Grâce à la fixité du pourcentage de leur encaisse par rapport à leurs engagements, elles sont à même d'acheter des titres dans une proportion multiple à l'augmentation primitive de leurs disponibilités. Ces achats abondants de titres à revenu fixe exercent une puissante action sur leurs cours et leur rendement. La hausse des cours de valeurs de première catégorie se reflète, à son tour, dans

1. *Ibid*, p. 87.

les cours d'autres catégories de titres. La hausse générale des titres se traduit par une diminution de leur rendement et par une baisse du taux d'intérêt.

C'est exactement ce qui s'est passé au cours des dernières années dans un grand nombre de pays. Grâce aux opérations sur le marché libre et à d'autres facteurs, tels que la « surabondance » de l'or et la déthésaurisation des signes monétaires après la crise bancaire de 1931, les disponibilités des banques commerciales se sont largement accrues. « Comme l'activité économique et la demande commerciale de crédits bancaires demeuraient dans le marasme, les banques ont été obligées d'employer leurs fonds inactifs à des achats plus abondants de titres d'Etat et d'autres valeurs mobilières. La hausse des cours des obligations qui a suivi a amené les commerçants et les industriels à rembourser les avances des banques en vendant les valeurs qu'ils avaient remises en nantissement de ces prêts, en disposant des titres qu'ils détenaient en réserve ou en procédant à de nouvelles émissions sur le marché des capitaux. Dans la mesure où les achats de valeurs par les banques ont été ainsi compensés par une diminution des prêts et avances de ces établissements, ces achats, tout en renforçant la liquidité des entreprises, n'ont pu débarrasser les banques de leur excédent de liquidités et elles ont dû procéder à de nouveaux achats de valeurs pour aboutir à un accroissement net de leurs avoirs productifs. C'est probablement ce phénomène qui est responsable, dans une large mesure, de la baisse du taux d'intérêt à long terme qui se traduit par le rendement des obligations »¹.

1. *Ibid.*, p. 87.

L'accroissement du portefeuille de titres des banques commerciales et la diminution de leurs opérations de prêts, d'avances et d'escomptes forment un phénomène qui s'est manifesté dans la plupart des pays. « Les principaux pays qui sont restés à l'écart de cette tendance, c'est-à-dire la France, les Pays-Bas et la Suisse où le portefeuille-titres des banques a subi une forte diminution au cours des années 1931-1936, sont également restés à l'écart du mouvement général de baisse des taux d'intérêt »¹. Même dans les pays où les achats de titres par les banques ont pris la forme de nouveaux emprunts émis par les Gouvernements en vue de couvrir les déficits budgétaires (Etats-Unis, Allemagne, Japon), « l'accroissement du portefeuille-titres des banques a contribué à déprimer les taux d'intérêt, vu que les dépenses de l'Etat financées par l'emprunt ont renforcé la liquidité des entreprises privées et leur ont permis de réduire leurs dettes envers les banques »².

Cette baisse du loyer de l'argent, consécutive aux achats de titres par le système bancaire, s'est manifestée dans beaucoup de pays, mais d'une façon plus ou moins sensible. Dans un grand nombre de pays, les autorités monétaires ont pris diverses mesures pour accroître les liquidités des banques commerciales et pour leur permettre ainsi de procéder aux achats massifs de fonds d'Etat. En particulier, les opérations des banques d'émission sur le marché libre ont souvent exercé une action décisive sur l'évolution du loyer de l'argent.

Le premier pays où ait diminué le taux d'intérêt après la crise financière de 1931 a été le Royaume-Uni. La

1. *Ibid.*, p. 88.

2. *Ibid.*, p. 88.

baisse du loyer de l'argent a été due, tout au moins au début de la présente expansion monétaire, aux opérations de grande envergure que la Banque d'Angleterre a entreprises sur le marché libre en 1932. De janvier 1932 à janvier 1933, le portefeuille de fonds d'Etat de la Banque d'Angleterre a passé de 45 à 90 millions de livres¹. Les banques commerciales, voulant employer l'accroissement de leurs disponibilités, ont procédé à des achats massifs de titres; de 1931 à 1936, le portefeuille des titres des dix banques de compensation de Londres a plus que doublé, passant de 296 millions à 630 millions de livres. Dans ces conditions, les cours des fonds d'Etat ont fortement augmenté et leur rendement a rapidement fléchi. Le rendement du 2 1/2 % consolidé, qui est un baromètre très sensible des conditions du marché à Londres, descendit de 4,55 % en décembre 1931 à 3,40 % en septembre 1932 et à 2,68 % en décembre 1934. Le taux le plus important du marché, celui des bons du Trésor, tomba de 5,5 % au dernier trimestre de 1931 à 0,6 et à 0,3 % au troisième trimestre de 1932 et au premier trimestre de 1935. Les titres d'Etat britanniques atteignirent leurs cours les plus élevés en janvier 1935. Après une baisse d'environ neuf mois, ils se maintinrent relativement stables en 1936 pour baisser de nouveau en 1937. Le rendement des consolidés atteignit 3,31 % et le taux des bons du Trésor fut de 0,56 % en 1937.

Dans les pays scandinaves, la baisse du loyer de l'argent a été due, à l'exception du Danemark, à un reflux de capitaux qui a provoqué une forte augmentation de l'encaisse-or et des réserves de devises des banques d'émission. Au Danemark, « pays dont la situation,

1. Voir le chapitre I, p. 36.

au point de vue du change, est demeurée tendue pendant la période 1932-1934, le fléchissement du rendement des obligations a été surtout dû aux achats importants de titres que la banque centrale a effectués sur le marché »¹. De 1931 à la fin de 1934, le total du portefeuille de titres de la Banque nationale et de ses avances au Fonds de crise (avances qui représentent en fait des achats indirects de titres) a passé de 49 à 286 millions de couronnes. Par suite du resserrement de la position-devises, dû à un grand accroissement d'importations consécutif à la reprise industrielle et aux restrictions des changes dans les pays acheteurs de produits danois, les autorités ont renversé la politique monétaire en 1935. De la fin de 1934 à la fin de 1936, le total du portefeuille de titres de la banque et de ses avances au Fonds de crise a été ramené de 286 à 181 millions de couronnes. Le taux d'intérêt a accusé une tendance à la hausse.

Au Canada, le fléchissement des taux d'intérêt a été facilité, avant la constitution de la Banque du Canada, par la politique du Gouvernement. C'est ainsi que le Gouvernement a renforcé, en novembre 1932, l'encaisse des banques commerciales en leur consentant des avances de 35 millions de dollars en billets du Dominion. Ces opérations ont permis aux banques d'accroître leurs avances et d'absorber les fonds d'Etat que le Gouvernement a émis pour couvrir les déficits budgétaires.

Aux Etats-Unis, la baisse du loyer de l'argent, à partir de 1932, a été due tout d'abord aux opérations des Banques de réserve sur le marché libre, plus tard aux importations d'or. Le portefeuille de fonds d'Etat des Banques de réserve a passé progressivement de 511 mil-

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 93.

lions de dollars à la fin de 1929 à 817 millions à la fin de 1931 et il a augmenté de 1.038 millions en 1932 et de 582 millions en 1933. Depuis le mois d'octobre 1933 jusqu'au mois d'avril 1937 ce portefeuille qui s'élevait à 2.430 millions de dollars, est demeuré stable. En avril 1937 il s'est élevé de 96 millions, en novembre de 38 millions de dollars. Les achats de titres au cours des années 1932-1933 ont provoqué une forte augmentation de liquidités des banques commerciales qui ont employé ces fonds pour souscrire aux emprunts qu'émettait le Gouvernement afin de couvrir les déficits budgétaires. Grâce à ces achats massifs de fonds d'Etat, le système bancaire a pu absorber plus de deux tiers de l'augmentation de la dette fédérale et les emprunts de l'Etat n'ont exercé aucune pression sur le loyer de l'argent ; le Gouvernement empruntait au contraire à des taux extrêmement bas¹.

Au Japon, les opérations sur le marché libre ont été, comme aux Etats-Unis, le principal instrument d'expansion monétaire auquel le Gouvernement a eu recours pour couvrir les déficits budgétaires. De 1931 à la fin de 1936, le portefeuille de titres de la Banque du Japon s'est accru de 500 millions de yens ; celui des banques commerciales et des autres institutions financières s'est élevé de 3.000 millions, montant représentant les trois quarts de l'accroissement total des fonds d'Etat en circulation qui n'ont pas été achetés par la Banque du Japon. Ces achats massifs de titres ont eu pour effet la baisse du rendement moyen des fonds d'Etat de 6 % en 1931 à un chiffre inférieur à 4 % en 1937².

1. Les résultats de la politique d'expansion aux Etats-Unis ont déjà été analysés d'une manière détaillée au chapitre II, p. 80.

2. Voir le chapitre III, p. 127.

De même en Allemagne le fléchissement du loyer de l'argent depuis 1932 a été dû aux achats de titres et d'effets « spéciaux » de création du travail et de réarmement par le système bancaire. La tendance à la baisse du taux d'intérêt qui s'en est suivie n'a pas encore été modifiée à l'heure actuelle ¹.

L'UTILISATION DE L'ARGENT A BON MARCHÉ

L'argent à bon marché qu'a créé le système bancaire en effectuant des achats de titres de grande envergure a été utilisé plutôt par les Gouvernements que par le monde des affaires. En effet, les statistiques des émissions de capitaux frais, des conversions d'emprunts et des avances bancaires indiquent clairement que les Gouvernements ont été les principaux bénéficiaires de l'argent à bon marché.

Les statistiques des émissions de capitaux frais depuis 1932 montrent que, dans certains grands pays, le montant net des émissions du Trésor a été beaucoup plus élevé que les émissions d'actions et d'obligations pour le compte des sociétés industrielles et commerciales ². C'est ainsi qu'aux Etats-Unis les émissions du Trésor ont été plus importantes que l'ensemble de toutes les autres émissions. Au Japon et en Allemagne, les opérations d'emprunts de l'Etat ont représenté la majeure partie du montant total des émissions des valeurs à revenu fixe. En Angleterre, les emprunts de l'Etat ont été cependant relativement faibles.

1. Voir le chapitre III, p. 125.

2. Cf. le tableau des émissions de capitaux compilé dans l'*Annuaire statistique de la Société des Nations*, 1936-37, p. 286 et suiv.

Les grandes conversions de la dette publique constituent un autre trait frappant de la récente phase d'expansion monétaire. L'argent à bon marché a été la condition préalable nécessaire pour les conversions de titres à long terme, souhaitables pour diminuer le fardeau de la dette publique. La conversion des emprunts d'Etat n'a d'ailleurs pas toujours été une conséquence de la baisse du loyer de l'argent. « Elle a parfois été utilisée avec succès comme un moyen de provoquer cette baisse : lorsque les fonds d'Etat représentent une partie relativement importante de l'ensemble des titres en circulation, le capitaliste ne pouvait souvent faire autrement que d'accepter les conditions offertes par le Gouvernement, étant donné que les cours des obligations autres que les fonds d'Etat tendaient alors à s'adapter au taux de capitalisation des fonds d'Etat »¹.

La première conversion qui ait été préparée par des achats massifs de titres effectués par les banques commerciales à la suite des opérations de la banque d'émission sur le marché libre, a été celle du Royaume-Uni en 1932 : l'emprunt de guerre 5 %, d'un montant d'environ 2 milliards de livres, fut converti en titres 3 1/2 %. Aux Etats-Unis, 8.200 millions de *Liberty Bonds* furent convertis en 1935. Au Japon, le Gouvernement procéda, en 1936, à de vastes opérations de conversion de titres 5 % en obligations 3 1/2 %. De même en Allemagne, en 1936 et 1937, le Gouvernement a émis plusieurs emprunts de consolidation. Grâce aux conversions de la dette publique, la charge de son service n'a point augmenté dans la même proportion dont s'accroissait la dette totale de l'Etat.

1. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 89.

Le mouvement des avances bancaires à l'industrie et au commerce prouve également que l'Etat a tiré un plus grand profit de l'abondance monétaire que le monde des affaires. L'accroissement des disponibilités des banques, consécutif aux achats de titres par l'institut d'émission, n'a pas provoqué immédiatement une augmentation des prêts à l'industrie et au commerce. C'est ainsi qu'on a observé en Angleterre un décalage considérable entre l'accroissement des disponibilités des banques commerciales et l'augmentation de leurs avances qui s'est manifestée seulement depuis 1936¹. De même aux Etats-Unis, le volume des avances bancaires ne s'est accru qu'avec un grand retard en comparaison avec l'augmentation des disponibilités et des dépôts des banques commerciales. En Allemagne, les opérations privées des banques commerciales ont continué à décroître très sensiblement au cours des dernières années en dépit de la reprise de l'activité économique. Par contre, dans

1. D'après les journaux financiers anglais, il faut chercher les causes de ce développement surtout dans les modifications survenues dans la pratique bancaire et dans le financement de l'industrie et du commerce. Par suite du développement récent de la technique de production et de distribution, les producteurs et les commerçants ne gardent plus des stocks de marchandises aussi considérables qu'autrefois de telle sorte que, pour financer ces stocks ou compléter leurs capitaux de roulement, ils ne sont pas obligés de recourir, dans la même mesure qu'autrefois, aux avances bancaires. De même que l'industrie et le commerce, les banques ont été rationalisées de telle sorte que la même quantité d'instruments monétaires est à présent suffisante pour financer plus de transactions que jadis. Grâce à une politique conservatrice de dividendes, les entreprises ne distribuent souvent qu'une partie de leurs profits, gardant les bénéfices non distribués comme capital de roulement, et peuvent ainsi diminuer le montant des prêts qu'elles demandent aux banques. En outre, elles ont vendu les titres qu'elles avaient dans leur portefeuille et elles se sont servies des fonds ainsi obtenus pour rembourser les avances aux banques et augmenter leur capital de roulement. En même temps, de nombreuses entreprises ont émis des actions ou des obligations pour rembourser par ce capital nouvellement acquis leurs anciennes dettes bancaires. C'est pour toutes ces raisons que s'explique le rythme inégal d'accroissement des disponibilités et prêts bancaires en Angleterre.

ces derniers pays, les disponibilités du système bancaire ont été utilisées à financer les dépenses du Gouvernement.

LA REPRISE ÉCONOMIQUE

L'abondance monétaire et la baisse du loyer de l'argent ont exercé une puissante action sur l'activité économique. Pour examiner les résultats de cette politique d'expansion, il convient de distinguer deux groupes de pays : dans le premier groupe où l'expansion monétaire a été principalement une conséquence de la politique bancaire, la baisse du taux d'intérêt a provoqué surtout un accroissement des investissements privés et l'Etat n'est pas intervenu sur une grande échelle par des travaux publics ; dans le second groupe, la reprise de la production a été due principalement aux commandes faites par l'Etat, financées par l'emprunt.

L'exemple le plus intéressant de la reprise économique par l'accroissement des investissements privés est celui de l'Angleterre. Les achats de fonds d'Etat par le système bancaire ont entraîné, dans ce pays, deux conséquences d'une grande importance. Tout d'abord, les entreprises industrielles et commerciales, profitant de la hausse des titres, ont vendu les valeurs qu'elles avaient dans leur portefeuille et ont pu ainsi se constituer d'importants fonds de roulement ; d'autre part, la baisse du loyer de l'argent a stimulé la production, particulièrement l'industrie du bâtiment.

Tout d'abord, les entreprises qui vendaient les titres qu'elles avaient dans leur portefeuille, se sont procurées des fonds liquides considérables ; elles les ont employés

pour rembourser leurs dettes aux banques et pour faire face, sans recourir à de nouvelles avances des banques, aux besoins financiers que provoquait l'accroissement de la production. Grâce à leurs abondantes disponibilités, les entreprises ont pu renouveler leur outillage et reconstituer leurs stocks. Les marchés se sont trouvés ainsi soutenus et la baisse des prix de produits nationaux s'est arrêtée. Par ailleurs, le marché financier, presque complètement fermé aux emprunteurs étrangers, a été à même d'approvisionner les entreprises par l'argent à long terme et le volume des émissions en faveur des sociétés n'a pas cessé de s'accroître. Comme les prix des marchandises d'importation continuaient à baisser et qu'il existait d'autre part d'importantes ressources inemployées en Angleterre, cette politique d'expansion monétaire n'a pas été suivie d'une hausse sensible du niveau général des prix.

En second lieu, la baisse du loyer de l'argent à long terme a provoqué une forte reprise de la production industrielle. Certes, il est impossible d'attribuer uniquement la reprise économique à la baisse du taux d'intérêt; il faut tenir compte également des effets qu'ont eus, sur les importations étrangères et la production nationale, l'application des mesures de protection douanière et l'abandon de l'étalon-or. Malgré ces réserves, il n'est pas douteux que la baisse du taux d'intérêt à long terme n'ait exercé une grande influence sur la production industrielle. C'est en particulier l'activité de l'industrie du bâtiment qui a reçu la plus forte impulsion grâce à la modicité du loyer de l'argent. Le taux d'intérêt joue en effet un rôle très important lorsqu'on établit les devis pour la construction des immeubles et lorsqu'on fixe

les loyers. Or, comme baissait le taux des prêts sur hypothèque, l'activité de l'industrie du bâtiment s'est développée très considérablement et le volume total des constructions de maisons d'habitation a atteint en 1935 un chiffre supérieur au double de celui de 1929. La construction des maisons d'habitation a accusé une régression très nette en 1936 alors que la construction d'immeubles industriels et commerciaux a atteint un niveau très élevé en 1937¹. Les fonds qui avaient primitivement été mis en circulation par l'industrie du bâtiment ont produit par suite de fortes répercussions indirectes dans d'autres branches de la production.

Dans un second groupe de pays, la reprise de la production a été due aux commandes de l'Etat. Cela a été le cas en particulier des Etats-Unis, de l'Allemagne et du Japon. Dans ces deux derniers pays, la relation entre le rythme et l'ampleur des dépenses de l'Etat et la reprise de la production industrielle est cependant plus claire qu'aux Etats-Unis.

Aux Etats-Unis, les dépenses de l'Etat financées par l'emprunt ont été effectuées pour la plupart pour couvrir les frais d'assistance et pour exécuter des travaux publics. En décembre 1936, la production a atteint le niveau moyen de 1929 ; elle a augmenté plus fortement dans les industries produisant les biens de consommation que dans celles produisant les biens d'investissement². Les effets indirects de la mise en circulation des fonds grâce auxquels cette reprise de la production a été financée, ont cependant été limités, dans une large mesure, par

1. Cf. Société des Nations, *La production mondiale et les prix*, 1936-37, p. 65.

2. *Ibid*, p. 55.

deux causes. D'une part, les entreprises qui ont bénéficié des commandes de l'Etat, se sont servies de fonds liquides qu'elles recevaient comme paiement, pour rembourser les avances qu'elles devaient aux banques; d'autre part, les milieux d'affaires, n'ayant pas confiance, pour diverses raisons, dans l'avenir économique immédiat, n'ont employé qu'en partie l'accroissement de leurs disponibilités pour augmenter la production. C'est dans ces conditions que les dépenses de l'Etat se sont trouvées limitées dans leur action directe sur l'activité industrielle. Néanmoins, lorsqu'en 1937 le Gouvernement a cessé de financer ses dépenses par l'emprunt, l'activité économique s'est trouvée ralentie ¹.

En Allemagne et au Japon, la situation économique et monétaire au cours de ces dernières années a été dominée par les dépenses de travaux publics et de réarmement, effectuées par l'Etat. En Allemagne, la production des biens d'investissement a accusé une très forte augmentation, tandis que celle des biens de consommation ne s'est relevée que dans une faible mesure. Certes, dans tous les pays industriels, pour des raisons bien connues, la production des biens d'investissement accuse des fluctuations plus considérables que celle des biens de consommation : elle diminue plus rapidement pendant la dépres-

1. D'après le correspondant aux Etats-Unis du *Banker* (décembre 1937, p. 223), l'arrêt du financement des dépenses de l'Etat par l'emprunt a été la cause la plus importante du ralentissement de l'activité économique en 1937. Bien que les dépenses du Gouvernement n'aient pas été réduites matériellement (à l'exception du « bonus » aux anciens combattants, s'élevant à 3.000 millions de dollars en 1936 et supprimé en 1937) et bien qu'on évalue le déficit de l'année fiscale courante à 695 millions, le Gouvernement ne procède plus à l'expansion du crédit et à la création du pouvoir d'achat. La raison en est qu'il a des revenus suffisants provenant des impôts et qu'il n'a plus besoin d'avoir recours aux banques pour financer le déficit budgétaire. « Ce changement a révélé soudainement dans quelle large mesure la reprise de ces dernières années a été due aux emprunts et aux dépenses du Gouvernement ».

sion et elle augmente plus vite pendant la reprise. Ce contraste que l'on observe dans tous les pays, a cependant revêtu une ampleur encore plus grande en Allemagne¹. De même au Japon, l'accroissement de la production industrielle est dû principalement aux dépenses de l'Etat. La production des biens d'investissement, y compris ceux des industries lourdes de réarmement, a accusé une augmentation disproportionnée si on la compare à la production des biens de consommation².

2. Les résultats de la politique d'expansion et de contraction alternées

Les résultats de la politique d'expansion et de contraction alternées du crédit par des achats et des ventes de titres ne présentent aujourd'hui qu'un intérêt rétrospectif. Cette politique était pratiquée par les Banques de réserve fédérale de 1923 à 1929³. Les banques élargissaient le volume du crédit lorsque l'industrie et le commerce avaient besoin d'argent abondant et à bon marché, et elles le restreignaient lorsque l'activité économique atteignait une intensité qui paraissait excessive. Cette politique s'est cependant avérée inefficace : les achats et les ventes de titres par les Banques de réserve ont souvent été compensés par des variations inverses des opérations

1. Cf. Société des Nations, *La production mondiale et les prix*, 1936-37, p. 64 : « Au cours du troisième trimestre de 1936, la production de biens d'investissement servant aux producteurs a été poussée presque à 30 % au-dessus du niveau de 1929, alors que celle de biens de consommation courante restait légèrement inférieure au niveau de 1929 et n'avait guère augmenté depuis mai 1934. Au cours des six mois suivants, les deux courbes ont eu tendance à se rejoindre pour des causes tenant principalement à l'approvisionnement en matières premières ».

2. Cf. *ibid.*, p. 64.

3. Voir le chapitre II, p. 53.

de réescompte ; d'autre part, lorsque les banques ont essayé d'arrêter la spéculation par des ventes de titres et par la hausse du taux d'intérêt, cette tentative de restriction du crédit a été contrecarrée par l'afflux de capitaux étrangers. Cette politique n'a pas obtenu de résultats satisfaisants.

3. Les résultats de la politique de stabilité de la base interne du crédit

La politique de stabilité cherche à prévenir les effets des mouvements internationaux de capitaux sur la base interne du crédit. Avant 1931, la politique du marché libre avait souvent pour but de neutraliser les mouvements internationaux d'or ; depuis lors, une nouvelle méthode de compensation a été développée par les interventions des fonds de stabilisation des changes et des autres institutions semblables.

Sous le régime de l'étalon-or au cours des années 1925-1931, cette politique du marché libre visant à neutraliser les mouvements de capitaux n'a donné que des résultats partiels. Elle était sans doute un procédé utile et satisfaisant pour neutraliser les fluctuations passagères provoquées par les mouvements d'or, mais elle ne constituait pas un procédé suffisant pour résister à la pression continue de l'étranger contre une monnaie nationale¹.

Ce n'est qu'au cours de ces dernières années que la politique de compensation des mouvements internationaux de capitaux a pu donner des résultats plus complets. Le Fonds d'égalisation des changes britannique, le Fonds de stabilisation néerlandais et les institutions semblables

1. Voir le chapitre IV, p. 178.

dans d'autres pays (« compte inactif » aux Etats-Unis, Trésor public en Argentine et en Belgique) ont accompli une fonction de neutralisation essentiellement analogue à celle que pratiquaient certaines banques d'émission sous le régime de l'étalon-or ¹. Les résultats obtenus par les fonds de stabilisation des changes, pour autant que leur action a cherché à maintenir intacte la base interne du crédit, sont généralement appréciés favorablement. En effet, bien des hommes d'Etat, des banquiers et des économistes reconnaissent qu'il faut contrecarrer l'influence que peut avoir une entrée ou une sortie d'or sur les conditions intérieures de crédit. « Si l'afflux d'or sur un marché est provoqué par un mouvement de capitaux susceptibles d'être retirés d'un moment à l'autre, l'acquisition de cet or, si elle n'est pas compensée par une autre opération, risque de constituer un danger pour la banque centrale du pays qui reçoit de tels capitaux, car cette acquisition tend, en effet, à élargir la base du crédit sans que rien ne puisse garantir le maintien permanent de cet élargissement » ². C'est en ce sens que les fonds de stabilisation des changes sont un élément de stabilité dans un monde instable. Dans ces conditions, le système des fonds de stabilisation, loin d'être un expédient temporaire, peut subsister pendant une période de durée indéterminée. M. Norman Crump, l'un des partisans du régime des fonds de stabilisation, considère le Fonds britannique comme une « pièce nouvelle, délicate et compliquée de l'appareil financier, pièce qui était au début destinée à jouer le rôle de bouche-trou, mais qui a la possibilité de

1. Voir le chapitre IV, p. 180.

2. Banque des règlements internationaux, *Septième rapport annuel*, 1937, p. 59.

devenir une partie permanente du mécanisme monétaire de notre pays et d'autres encore »¹.

La politique du marché libre est ainsi devenue récemment une pièce importante de l'appareil des banques d'émission. Grâce à la souplesse avec laquelle cet instrument de politique monétaire a été manié au cours des dernières années, les achats et les ventes de titres ont contribué à rendre plus élastique le système du crédit dans les principaux centres financiers.

L'action de la politique du marché libre s'est cependant heurtée à certaines barrières qui en ont atténué les effets. Il faut donc examiner dans le chapitre suivant les limites de la politique du marché libre.

1. *The Development of Exchange Funds* dans la *Monthly Review* de la Lloyds Bank, janvier 1937, p. 13.

CHAPITRE VII

LES LIMITES DE LA POLITIQUE DU MARCHÉ LIBRE

Les achats et les ventes de titres par les autorités monétaires rencontrent en pratique certains obstacles qui en restreignent les effets. Nous examinerons donc à présent les limites de la politique du marché libre en étudiant son action sur le volume du crédit, son influence sur le taux d'intérêt et ses effets sur le niveau général des prix.

1. L'action sur le volume du crédit

Les opérations de la banque d'émission sur le marché libre agissent sur l'encaisse des banques commerciales et par là sur le volume des dépôts bancaires servant de monnaie scripturale. Cette action de la politique du marché libre sur le volume du crédit n'est cependant pas, en réalité, aussi directe et aussi immédiate que l'aperçu schématique du processus de création de la monnaie scripturale ne le laisse parfois supposer. Les achats et ventes de titres par la banque centrale se heurtent à de sérieuses limites. Tout d'abord, il faut distinguer les effets des achats de ceux des ventes de titres.

Les achats de titres rencontrent des limites de deux sortes quant aux effets qu'ils peuvent produire sur le volume du crédit : en premier lieu, lorsque les achats de titres par la banque d'émission doivent produire un élargissement du volume du crédit par les banques commerciales, il faut que celles-ci utilisent l'accroissement de leur encaisse pour fabriquer de la monnaie scripturale et qu'elles trouvent des clients solvables qui désirent emprunter de l'argent et qui veulent s'en servir pour la production ; en second lieu, il faut que les banques commerciales ne compensent pas l'accroissement de leur encaisse, dû aux achats de titres par la banque d'émission, par une diminution des opérations de réescompte.

Les effets des ventes de titres par la banque centrale se trouvent tout d'abord limités par le montant du portefeuille de titres dont dispose l'institut d'émission, puis par la possibilité, pour les banques commerciales, de compenser la diminution de leur encaisse, due aux ventes de titres par la banque centrale, par une augmentation des opérations de réescompte, et enfin par de nombreux facteurs d'ordre économique et social dont doit tenir compte une politique de restriction du crédit pour ne pas provoquer de graves troubles dans l'économie nationale.

LES LIMITES DE L'EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE D'EXPANSION

1. La défiance des emprunteurs pour demander des prêts aux banques.

La première borne qui limite l'effet des achats de titres sur le volume du crédit est la défiance des milieux d'affaires pour demander des prêts aux banques commer-

ciales. En effet, lorsque la banque d'émission achète des titres, elle augmente l'encaisse des banques commerciales, mais elle n'est pas en mesure d'exercer une influence directe sur la création des dépôts bancaires qui dépend non seulement des disponibilités des banques, mais aussi de la demande du crédit de la part des emprunteurs éventuels. Si les entrepreneurs qui sont considérés par les banques comme des débiteurs sérieux n'ont ni intérêt ni volonté d'emprunter, la banque d'émission, bien qu'elle parvienne à accroître l'encaisse des banques commerciales, n'arrive pas, malgré ses efforts, à élargir le volume du crédit et l'opération est d'avance vouée à un échec. « Sans doute, le système bancaire, soumis aux limitations internationales, a-t-il le pouvoir d'élargir ou de rétrécir le volume de la monnaie scripturale. Ce qui cependant reste aléatoire, c'est son pouvoir de contrôler le volume de la monnaie scripturale qui est activement employée ... Lorsqu'il s'agit de procéder à une expansion du volume de la monnaie scripturale en vue de stimuler les investissements, on exprime souvent la crainte que les pouvoirs du système bancaire ne restent insuffisants dans l'ensemble car la monnaie scripturale additionnelle qui vient ainsi d'être créée, peut demeurer tout simplement oisive comme supplément des fonds liquides »¹.

Pour examiner cette assertion, il convient tout d'abord d'envisager le problème qu'elle soulève sous un double aspect : dans des conditions normales d'activité économique et dans une époque de crise économique aiguë.

D'après l'opinion du Comité Macmillan, il n'y a pas de raison de douter que le système bancaire n'ait le

1. *Report of the Committee on Finance and Industry*, p. 102.

pouvoir d'agir, dans des conditions normales, sur le volume de nouveaux investissements en augmentant d'une part l'offre de crédit et en réduisant par ailleurs le taux d'intérêt. En effet, le marché des capitaux est extrêmement sensible à une abondance du crédit bancaire et à une réduction du taux d'intérêt. Les investissements additionnels qui résultent de nouvelles émissions de capitaux, rendues possibles par l'abondance de crédit et la baisse du taux d'intérêt, stimulent la production des biens d'investissement et contribuent à faire relever les prix et les profits des entrepreneurs. Les commerçants accroissent des stocks et passent de nouvelles commandes aux producteurs. L'accroissement de la production provoque un relèvement des revenus des consommateurs et, par conséquent, de leurs dépenses. On s'engage ainsi dans un cercle vicieux d'un accroissement toujours plus marqué de l'activité productrice¹. « Nous estimons donc, dit le Comité Macmillan, que, dans une situation ordinaire, le pouvoir du système bancaire (assujetti aux limitations internationales) est indéniable quand il s'agit d'augmenter ou de diminuer l'emploi actif de l'argent dans les entreprises ou en vue d'autres investissements »².

Par contre, au moment d'une crise économique aiguë, le problème que pose la défiance des milieux d'affaires pour demander des prêts aux banques revêt une forme bien différente. A une époque d'incertitude et de dépression, une diminution du taux d'intérêt à court terme reste évidemment insuffisante pour inciter les entrepreneurs à augmenter la production. La baisse des prix

1. Cf. R.G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, p. 167.

2. *Op. cit.*, p. 103.

et la disparition plus ou moins complète de profits exercent une influence déprimante sur les entrepreneurs qui hésitent à produire ne sachant pas quels seront les prix de vente pour leurs marchandises. Ce refus d'avoir recours au crédit que les banques commerciales sont en mesure de fabriquer grâce à un accroissement de leur encaisse, dû aux achats de titres par l'institut d'émission, forme donc une limite très sérieuse à laquelle se heurte la politique d'expansion monétaire. Le marché est alors inondé d'argent, mais personne ne veut emprunter. « Lorsque l'on pense que les affaires nouvelles quelles qu'elles soient entraîneront des pertes, il faudrait que les entrepreneurs soient fous pour s'y lancer, même si on mettait gratuitement à leur disposition les crédits nécessaires »¹. C'est pour cette raison que certains économistes pensent que les autorités monétaires sont, dans ce cas, impuissantes et qu'il est impossible de stimuler la confiance et les affaires uniquement par les moyens monétaires tant que les efforts pour ranimer l'économie ne peuvent se joindre à une impulsion favorable venant de l'extérieur.

Le Comité Macmillan, après avoir rappelé les objections soulevées habituellement pour contester l'efficacité des achats de titres par la banque d'émission sur le volume du crédit bancaire, a exprimé son opinion en des termes qu'il convient de citer intégralement :

« Quant à l'exactitude de ces arguments, il nous est particulièrement difficile d'exprimer un avis dogmatique car il n'y a pas eu jusqu'à présent d'occasion permettant de soumettre l'opinion contraire à l'épreuve de l'expé-

1. Hartley Withers, *Bankers and Credit*, cité par Charles Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 144.

rience. Nous inclinons cependant à penser que les autorités monétaires ne sont pas aussi impuissantes qu'on ne le suppose parfois... Quel résultat obtiendrait-on en effet si les autorités monétaires augmentaient considérablement la quantité du crédit bancaire dans des circonstances supposées (crise économique aiguë) tout en abandonnant le taux d'intérêt chargé pour les prêts bancaires de trouver son propre niveau ? Il sera certainement toujours possible pour les autorités monétaires d'accomplir cette opération, par exemple en achetant des fonds d'Etat sur le marché libre. Il semble que l'on puisse conclure pour d'excellentes raisons que les cours des fonds d'Etat monteront, à la fois par suite de l'intervention directe de la banque centrale et par suite des efforts des autres membres du système bancaire qui chercheront à trouver un emploi pour les disponibilités non utilisées que la banque d'émission aura placées ainsi à leur disposition. La hausse de ces titres se reflètera ensuite, dans une certaine mesure, dans les cours des autres titres d'une catégorie moins bonne. Les opérations de conversion en seront facilitées. La hausse graduelle des cours des valeurs de toute première catégorie se propagera peu à peu à d'autres classes de titres, y compris ceux pour lesquels les risques spéciaux de la crise sont relativement moindres. D'ailleurs, pour obtenir ce résultat, une très forte action de la banque centrale n'est même pas nécessaire. A partir du moment où les cours des titres de la meilleure catégorie accusent une tendance nette à la hausse, il est extrêmement probable que beaucoup de personnes qui jusqu'à présent ont préféré garder leur argent liquide changeront d'attitude et achèteront des titres. Jusqu'à présent, rien n'est encore arrivé sauf

une hausse de certaines catégories de titres à revenu fixe. Ce fait n'affecte pas directement le prix des marchandises, le volume de la production ou l'emploi de la main-d'œuvre. Il affecte cependant le coût des prêts à long terme des meilleurs débiteurs ; et en règle générale, il existe diverses sortes d'investissements fixes, comme la construction de maisons d'habitation ou l'expansion des entreprises d'intérêt public, qui sont très sensibles aux variations du taux d'intérêt à long terme »¹.

Aussi aiguë que soit la crise, la défiance des emprunteurs pour demander des prêts aux banques ne peut donc être ni générale ni absolue. Ce cas ne pourrait se produire que si toute activité économique était arrêtée. Mais les entrepreneurs sont toujours poussés, au moins dans une certaine mesure, à emprunter. Il semble en effet que, même lors d'une dépression très profonde, certaines forces finissent par apparaître dans une des branches de la production, tendant à ranimer l'économie. En second lieu, il ne s'agit pas d'obtenir une reprise des affaires immédiate, mais une amélioration graduelle. En troisième lieu, si les milieux d'affaires ne sont pas convaincus des possibilités d'une production profitable, l'Etat peut intervenir par des travaux publics, financés entièrement ou en partie par l'emprunt. Enfin, l'objection qui affirme que les dépôts créés par les banques servent à la spéculation n'est nullement valable.

Tout d'abord, même au cours d'une dépression particulièrement grave, il y a toujours des entrepreneurs qui veulent emprunter. Les obstacles auxquels se heurte l'expansion monétaire ne tiennent pas à un pessimisme

1. *Op. cit.*, p. 103.

général répandu dans toutes les branches d'économie, mais plutôt à un accès de pessimisme qui n'atteint simultanément qu'un certain nombre de branches de production, mais qui est assez puissant pour paralyser par contagion la tendance de reprise des affaires dans d'autres industries. « Le problème ne consiste pas à provoquer une réaction dans un système économique entièrement réfractaire aux affaires, mais à *renforcer* une tendance à la reprise qui existe toujours dans un secteur du système »¹.

En second lieu, la politique d'expansion monétaire ne prétend pas à une reprise immédiate, mais à une reprise graduelle. Il est à peine possible de supposer que les banques puissent immédiatement augmenter le montant global de leurs avances dans une mesure semblable à celle dont se sont accrues leurs disponibilités par suite des achats de titres par la banque d'émission. Pendant un moment, l'argent frais s'accumule sans doute dans les banques et la proportion d'encaisse augmente. A la longue cependant, si les achats de la banque d'émission sur le marché libre revêtent une ampleur suffisante, les banques commerciales essaient d'augmenter leurs avoirs productifs et achètent des titres sur le marché, faute d'avoir pu augmenter immédiatement le montant de leurs prêts aux emprunteurs. Un des résultats de ces achats de titres consistera dans le fait que les débiteurs profiteront de la hausse des titres, consécutive aux achats effectués par le système bancaire, pour les vendre et rembourseront ainsi aux banques les avances obtenues dans le passé. Si les banques dont le volume des prêts

1. R.G. Hawtrey, *Trade Depression and the Way Out*, p. 135.

diminue par suite des remboursements persistent à acheter des titres pour garder le montant total de leurs avoirs productifs à un niveau stable, les cours accuseront une très forte hausse. A un certain moment, les banques ne voudront cependant plus assumer le risque de pertes en cas de la baisse des cours et elles craindront de continuer à acheter des titres à des cours qui leur sembleront excessifs et artificiels. A ce moment, une grande pression s'exercera sur elles pour trouver de nouveaux débiteurs et augmenter leurs prêts au lieu d'utiliser leurs disponibilités accrues à acheter des titres. Dans ces conditions, elles s'efforceront de prêter leur argent au commerce et à l'industrie. Si le stimulant de l'argent abondant et à bon marché n'agit pas sur les emprunteurs éventuels, il faut que l'accroissement de disponibilités incite sans cesse les banques à trouver de nouvelles occasions de prêter ¹.

En troisième lieu, si le monde des affaires n'est pas disposé à emprunter, croyant à l'improbabilité d'une production rémunératrice, l'Etat peut utiliser lui-même le crédit que le système bancaire a mis à la disposition de l'économie nationale. L'idée de compenser par des travaux publics l'insuffisance des investissements privés fut exprimée par de nombreux économistes et hommes d'Etat au cours de ces dernières années et plus ou moins mise en pratique dans certains pays. Dans la pensée économique contemporaine on peut discerner deux grands courants d'opinion sur l'opportunité des travaux publics, financés entièrement ou en partie par l'emprunt, en tant qu'instrument de reprise économique. Certains écono-

1. Cf. R.G. Hawtrey, *op. cit.*, p. 136.

mistes estiment que l'abondance du crédit et la réduction du taux d'intérêt suffisent pour amorcer une reprise en stimulant les investissements privés et qu'il n'est pas nécessaire de recourir à un programme de travaux publics ; d'autres considèrent par contre que l'argent abondant et à bon marché ne suffit pas et que l'intervention de l'Etat est indispensable. Nous avons résumé les arguments présentés en faveur de l'une et l'autre thèse dans une section précédente¹. Par ailleurs, certains Gouvernements ont essayé d'amorcer la reprise économique par un programme de travaux publics financés par l'emprunt. Il suffit donc de rappeler dans le présent examen des limites de la politique du marché libre que la défiance des milieux d'affaires pour emprunter n'est pas un obstacle insurmontable à l'expansion du crédit et que l'on peut suppléer, et, en fait, on a suppléé, à l'insuffisance de la demande privée du crédit par un accroissement de la demande publique.

Enfin, en dernier lieu, l'objection qui affirme que la monnaie scripturale créée par le système bancaire risque, au lieu de servir à la production, d'être gaspillée en investissements inutiles ou nuisibles ou d'alimenter la spéculation, repose sur une fausse conception du problème. On doit évidemment admettre que les banques ne doivent pas consentir de prêts aux débiteurs insolvables ni les consentir davantage pour des fins indésirables. Si malgré tout elles le font, elles créeront des dépôts bancaires qui seront utilisés dans la production (car les entrepreneurs n'empruntent pas pour garder l'argent oisif) : ils augmenteront ainsi les revenus des consommateurs et

1. Voir le chapitre IV, p. 171.

accroîtront la demande de marchandises aussi bien que si le crédit avait été consenti avec une prudence exemplaire ¹.

De même n'est pas valable l'objection qui suggère que les prêts additionnels, au lieu de servir à la production, afflueront à la bourse pour alimenter la spéculation. L'argent qui sert à la spéculation soit à la bourse soit en dehors — peu importe s'il s'agit de marchandises, d'obligations ou d'actions — n'est pas perdu, car il circule au contraire très vite. La bourse des valeurs est l'intermédiaire qui répartit, par des émissions de titres, l'argent parmi les fondateurs de nouvelles entreprises ou parmi les entrepreneurs qui agrandissent leurs affaires. L'argent qui afflue sur le marché des marchandises sert à payer les produits qui s'y négocient, pour autant tout au moins que les achats spéculatifs ne sont pas compensés par des ventes ².

En conclusion, cette défiance des milieux d'affaires pour demander aux banques les crédits qu'elles sont prêtes à leur fournir, apparaît comme une limite de la politique du marché libre. Il est manifeste que « le volume du crédit ne va en s'accroissant que si la communauté désire utiliser plus de crédit — lorsque l'emploi du crédit apparaît opportun et profitable » ³. Toutefois, cette limite n'est pas rigide. A l'heure actuelle, bien des économistes et hommes d'Etat s'accordent à penser que, si l'industrie et le commerce, craignant une baisse de prix et de profits, hésitent à utiliser les crédits bancaires disponibles, l'Etat peut remplacer lui-même cette

1. Cf. R.G. Hawtrey, *The Art. of Central Banking*, p. 290 et J.M. Keynes *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 327.

2. Cf. R.G. Hawtrey, *ibid.*

3. *Tenth Report of the Federal Reserve Board*, p. 31.

demande déficiente de crédit par de vastes emprunts pour financer un programme de travaux publics et compenser de la sorte une diminution cyclique de l'activité économique. Ainsi comprise, cette barrière opposée à la politique d'expansion monétaire s'abaisse considérablement et même s'aplanit.

2. *La diminution des opérations de réescompte.*

La seconde limite à laquelle se heurtent, dans leur action sur le volume du crédit, les achats de titres par la banque centrale consiste dans la possibilité qui est laissée aux banques commerciales de se servir de l'accroissement de leur encaisse pour réduire leurs engagements à titre de réescompte auprès de l'institut d'émission au lieu de l'utiliser pour consentir de nouveaux prêts au commerce et à l'industrie. S'il en est ainsi, le volume global du crédit reste sans changement notable et la politique du marché libre enlève au réescompte ce qu'elle donne aux banques commerciales par des achats de titres. « Le marché n'a jamais besoin que d'une quantité déterminée de monnaie supplémentaire. S'il la reçoit par voie d'achats directs de traites ou de titres sur le marché, c'est autant de moins qu'il demandera par voie d'escompte »¹.

La portée de cette objection n'a cependant pas, en fait, l'importance qu'elle paraît avoir au premier abord. La banque d'émission qui achète des titres sur le marché libre peut constater dans certaines circonstances que l'accroissement d'instruments monétaires émis par voie d'opérations sur le marché libre se trouve plus ou moins

1. Charles Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 127.

compensé par la diminution de la quantité de monnaie émise par voie de réescompte. Mais si l'on suppose, comme le remarque M. Hawtrey, que la banque est autorisée à choisir elle-même les catégories de valeurs qu'elle achète, elle est par là-même en mesure d'augmenter son portefeuille de titres dans la proportion qui lui paraît désirable. En effet, elle peut continuer ses achats même quand le réescompte d'effets présentés par les banques commerciales se réduit à zéro ¹.

La possibilité pour les banques commerciales de compenser par une diminution du réescompte l'accroissement de leurs disponibilités dû aux achats de titres par la banque d'émission revêt une forme différente en Angleterre et aux Etats-Unis. L'action qu'exercent ces opérations sur le volume du crédit n'est pas, en effet, la même dans ces deux pays.

En Angleterre, les achats de titres par la banque d'émission ont une efficacité « presque absolue » ² pour augmenter l'encaisse des banques commerciales. Dans le cas d'une abondance de fonds à Londres, le remboursement des engagements du marché vis-à-vis de la Banque d'Angleterre ne revêt jamais une grande importance car en temps normal le marché n'est pas débiteur de la banque ou ne l'est que dans une très faible mesure. « L'augmentation du portefeuille de titres de la Banque d'Angleterre a comme effets immédiats et directs l'accroissement de l'encaisse des banques commerciales et une hausse correspondante de leurs prêts et avances » ³.

1. Cf. R.G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, p. 151.

2. J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, p. 252.

3. *Ibid.*

Aux Etats-Unis, les banques commerciales ont souvent utilisé l'accroissement de l'encaisse, dû aux achats de titres par les Banques de réserve, pour rembourser partiellement ou entièrement leurs engagements vis-à-vis du Système de réserve. Dans ce cas, le volume global du crédit consenti par les banques commerciales n'a pas été modifié ou ne l'a été qu'en partie car leur encaisse, augmentée par suite des achats de titres par les Banques de réserve, a été diminuée par le remboursement des engagements à titre de réescompte.

Pour préciser la portée de cette objection, il convient de vérifier tout d'abord cette affirmation par les statistiques bancaires et de considérer ensuite les effets que les achats de titres par les Banques de réserve produisent dans le cadre général de la politique monétaire.

Tout d'abord, les achats de titres par les Banques de réserve n'ont pas été toujours compensés par une diminution des opérations de réescompte. En outre, les opérations sur le marché libre ont été parfois effectuées en vue de compenser les variations qui se produisaient dans les opérations de réescompte¹. Bref, on observe que la compensation ne pouvait être que partielle, jamais totale, lorsque les banques affiliées au Système de réserve restreignaient le réescompte par suite d'un accroissement de l'encaisse dû aux achats de titres par les Banques de réserve.

Jointes à cet argument de fait, des considérations d'ordre général confirment également que les achats de titres n'ont pas leurs effets entièrement neutralisés par les variations inverses des opérations de réescompte. En règle générale, les achats de titres qui s'accompa-

1. Cf. J.M. Keynes, *op. cit.*, vol. II, p. 158.

gnent d'une réduction du taux officiel de l'escompte, agissant non seulement sur le volume du crédit, mais aussi sur le taux d'intérêt. La diminution de l'endettement des banques commerciales auprès des Banques de réserve et l'accroissement consécutif de leurs disponibilités leur permet alors de poursuivre une politique plus libérale que lorsque leurs engagements à titre de réescompte limitaient leur liberté d'action ¹.

La diminution du réescompte, bien qu'elle restreigne parfois les effets des achats de titres sur le volume du crédit, ne constitue donc pas une limite rigide de la politique du marché libre. Cette limite devient d'ailleurs, à l'heure actuelle, d'autant plus souple que les banques d'émission dans de nombreux pays sont obligées de suppléer, à l'insuffisance du papier commercial, par un accroissement continu de leur portefeuille de titres. Dans ces conditions, l'action des achats de titres par la banque d'émission sur le volume de la circulation monétaire et du crédit acquiert une importance croissante.

LES LIMITES DE L'EFFICACITÉ D'UNE POLITIQUE DE RESTRICTION DU CRÉDIT

Les ventes de titres par la banque d'émission sur le marché libre rencontrent plusieurs limites relatives aux effets qu'elles peuvent exercer sur le volume des crédits commerciaux. Ces limites sont déterminées principalement par le montant du portefeuille de titres dont dispose la banque centrale, par la possibilité, pour les banques commerciales, de compenser la diminution de leur

1. Cf. Randolph Burgess, *The Reserve Banks and the Money Market* (édition 1936), p. 239.

encaisse, consécutive aux ventes de titres, par l'augmentation des opérations de réescompte, et enfin par les répercussions probables de la restriction du crédit sur la situation économique générale.

La première condition indispensable pour rendre possibles les ventes de titres par la banque centrale est l'existence d'un portefeuille de titres quel'institut d'émission a la possibilité de vendre afin de réduire l'encaisse des banques commerciales. Si le portefeuille de titres n'a pas une ampleur suffisante, l'action de la banque centrale visant à rétrécir le volume du crédit est limitée. L'existence d'une réserve de titres est particulièrement importante lorsque la banque d'émission tend à neutraliser, par les ventes de titres, l'afflux de capitaux étrangers à court terme dans le pays afin de garder ainsi intacte la base interne du crédit. Toutefois, au cours des récentes années, on a développé plusieurs procédés qui permettent de résorber les disponibilités des banques commerciales sans que la banque d'émission ait à réduire son portefeuille de titres. Ces procédés revêtent une importance particulière lorsque la banque centrale ne détient pas de titres. Parmi ces procédés divers, examinés précédemment¹, il y a lieu de rappeler tout d'abord les interventions des fonds de stabilisation des changes, dotés à l'origine de titres d'Etat (Angleterre, Pays-Bas) qui consistent à neutraliser l'afflux d'or par des ventes de titres. En second lieu, l'Etat peut émettre des titres en vue d'immobiliser temporairement les fonds liquides des banques (« compte inactif » aux Etats-Unis, émission de bons du Trésor spéciaux en Argentine, émission de titres en Belgique). Dans certains pays, il y avait

1. Voir chapitre IV, p. 180.

d'autres institutions qui vendaient des titres en vue de réduire l'excédent de capitaux à court terme (*Golddiskontbank* en Allemagne, Fonds de régularisation des rentes en Belgique). Dans ces conditions, l'existence d'un portefeuille de titres de la banque d'émission n'est pas une limite rigide de la politique restrictive du marché

Ce qui par ailleurs limite aussi l'efficacité des ventes de titres sur le marché libre, c'est la possibilité, pour les banques commerciales, de compenser la diminution de leur encaisse, consécutive aux ventes de titres par la banque centrale, par une augmentation des opérations de réescompte auprès de l'institut d'émission. Cette méthode suit une procédure analogue à l'opération inverse qui cherche à compenser l'accroissement de l'encaisse, dû aux achats de titres par la banque centrale, par une diminution des opérations de réescompte. La banque d'émission peut rendre plus efficaces les ventes de titres par un relèvement du taux d'escompte tout en faisant plus sévères les conditions du réescompte. Cette limite de la politique restrictive du marché libre paraît donc flexible.

Les répercussions probables de la restriction du crédit sur l'économie nationale forment par contre une barrière très sérieuse à laquelle se heurtent les ventes de titres quant à leurs effets sur le volume du crédit. Les ventes de titres de grande envergure produiront tôt ou tard des effets de déflation qui consisteront en un rétrécissement du volume du crédit, un renchérissement du loyer de l'argent, une baisse des prix, une diminution des profits, une réduction des salaires, un ralentissement de la production etc... Or comme la résistance du système économique à la déflation est restreinte, les ventes de titres

par la banque d'émission comportent des limites que les dirigeants de la politique monétaire ne peuvent pas dépasser pour des raisons d'ordre politique et social.

Cet aperçu a montré que les limites d'action des achats et des ventes de titres sur le volume du crédit sont déterminées par le caractère même du processus d'inflation et de déflation. Comme il est plus facile, à la fois du point de vue politique et du point de vue économique, d'élargir le volume du crédit que de le restreindre, les achats de titres, instrument d'expansion monétaire, se heurtent à des limites beaucoup moins rigides que les ventes qui visent à une contraction du crédit. Les achats de titres par la banque d'émission provoquent une réaction favorable du système bancaire qui s'y soumet volontiers car cette politique lui donne la possibilité de développer ses tendances inhérentes à l'expansion du crédit et à l'accroissement de l'appareil de production. Les ventes de titres provoquent, par contre, une résistance dans le système bancaire parce qu'elles freinent sa tendance innée à une expansion du crédit.

2. L'influence sur le taux d'intérêt

Les achats de titres par le système bancaire provoquent une hausse générale des cours des valeurs à revenu fixe et une diminution correspondante de leur rendement. Pour analyser cependant l'action des achats de titres sur les taux d'intérêt à court terme et à long terme, il

faut tout d'abord tracer une distinction nette entre les opérations de la banque d'émission sur le marché libre et les achats et les ventes de titres par les banques commerciales. L'examen des limites auxquelles se heurte la politique du marché libre quant à ses effets sur le taux d'intérêt en sera largement facilitée.

Il convient donc de distinguer tout d'abord les achats et les ventes de titres par les banques commerciales des opérations sur le marché libre de la banque d'émission¹. Lorsque la banque centrale achète ou vend des titres, elle augmente ou diminue l'encaisse des banques commerciales. Celles-ci peuvent utiliser cet accroissement de leur encaisse soit pour consentir des prêts à l'industrie et au commerce, soit pour acheter des titres. Lorsque les banques commerciales se servent de l'accroissement de leur encaisse pour augmenter le volume de leurs avances, les achats de titres par la banque d'émission n'affectent point alors très probablement les cours des valeurs à revenu fixe et leur rendement. Par ailleurs, cette augmentation de liquidité des banques commerciales a pour effet immédiat et direct de faire baisser le taux d'intérêt à court terme. Par contre, lorsque les banques commerciales utilisent, entièrement ou en partie, l'accroissement de leur encaisse pour acheter des titres dans une proportion multiple à l'augmentation de leurs disponibilités, les achats massifs de valeurs à revenu fixe exercent une forte action sur leurs cours et leur rendement. La hausse du cours des titres de toute première catégorie se reflète, à son tour, dans les cours d'autres catégories de titres. La hausse générale des titres se traduit par

1. Cf. R.G. Hawtrey, *Capital and Employment*, p. 92.

une baisse du taux d'intérêt à long terme tel qu'il apparaîtrait dans le rendement des obligations¹.

Cette diminution du taux d'intérêt, consécutive aux achats de titres par le système bancaire, rencontre cependant certaines limites qu'elle ne peut pas dépasser. Ces limites sont différentes pour les taux d'intérêt à court terme et à long terme.

La baisse du taux d'intérêt à court terme ne peut pas aller au-delà d'un loyer minimum qui couvre les frais d'ouverture et de distribution du crédit. Dans des temps normaux, le taux d'intérêt des avances bancaires doit couvrir les frais des banques commerciales et le dividende versé aux actionnaires; d'autre part, les charges qui proviennent de la nécessité d'amortir les créances gelées et les pertes subies au cours d'une période de dépression sont aussi un facteur important qui s'oppose à la réduction du coût du crédit pendant la phase ascendante du cycle économique. Au cours des récentes années, les banques commerciales dans certains pays (Angleterre, Etats-Unis) ont conclu des accords afin d'empêcher que le loyer de l'argent à court terme ne tombât trop bas; dans d'autres pays, le Gouvernement a fixé les taux maxima pouvant être versés aux déposants des établissements de crédit ainsi que les taux de leurs prêts et

1. D'après le rapport du Comité Macmillan (*op. cit.*, p. 154), la Banque d'Angleterre aurait encore un autre moyen d'agir sur le taux d'intérêt à long terme en effectuant des « changements délibérés » dans son portefeuille de titres entre les valeurs à court terme et les valeurs à long terme, « en vue d'agir ainsi sur la marge entre le taux courant d'intérêt que produisent ces deux catégories de titres ». La banque a « sans doute » employé cette méthode « de temps en temps », mais « celle-ci n'a pas joué dans le passé un rôle aussi important dans la réglementation du rythme d'investissements qu'elle aurait pu le faire ». Le Comité estime que ce pouvoir d'élargir ou de rétrécir l'écart entre le taux d'intérêt à court et à long terme en vue d'agir sur les investissements fixes ou la liquidité devrait être considéré souvent et constituer quelquefois la base d'action.

avances. En fait, dans la plupart des pays, les taux les plus bas n'ont été appliqués qu'aux bons du Trésor. Les commerçants et les industriels ont été obligés d'emprunter à des taux moins favorables que l'Etat. C'est ainsi qu'en Angleterre le taux pratiqué sur le marché de l'escompte de Londres pour des effets commerciaux de premier ordre, de trois à six mois, est resté, depuis novembre 1932, à un niveau de 2 à 3 % (suivant l'échéance) alors que les bons du Trésor étaient émis à des taux inférieurs à 1 %¹. Seules les acceptations bancaires en Angleterre et aux Etats-Unis ont pu bénéficier d'un taux aussi bas que les bons du Trésor, mais elles se sont singulièrement raréfiées par suite de la diminution des échanges internationaux.

L'action des achats de titres sur le taux d'intérêt à long terme est limitée par deux facteurs : d'une part, la proportion doit être gardée entre les taux d'intérêt à long et à court terme, d'autre part la limite de baisse du taux d'intérêt à long terme est déterminée par la marge entre le taux d'intérêt à long terme « pur » et le rendement des obligations industrielles auquel s'ajoute la prime de couverture du risque qui joue un grand rôle.

L'écart entre les taux d'intérêt à court et à long terme ² ne peut être réduit au-delà d'une certaine marge qui représente une prime devant couvrir le risque que courent les capitaux en quittant le marché à court terme pour s'employer sur le marché à long terme. Le manque de confiance des capitalistes dans l'avenir du cours des obligations et la crainte d'une dépréciation en capital qui

1. Voir le chapitre VI, p. 216.

2. En règle générale, le taux d'intérêt à long terme est représenté par le rendement des fonds d'Etat ; le loyer de l'argent à court terme est mesuré par le taux d'escompte hors banque des traites commerciales.

pourrait résulter d'une hausse du loyer de l'argent semblent donc être parmi les raisons principales qui ne font que suivre à une certaine distance la baisse du taux d'intérêt à long terme et la rendent moins sensible que celle du loyer de l'argent à court terme. Au cours des dernières années, l'écart entre le rendement des obligations et le loyer de l'argent qui était plutôt faible en 1929, s'est élargi dans la plupart des pays malgré la baisse générale du taux d'intérêt¹. Cet écart s'est également manifesté sous forme d'une disparité entre les taux afférents à des emprunts d'échéance différente : c'est ainsi qu'aux Etats-Unis, en septembre 1936, le rendement moyen des obligations du Trésor remboursables après huit ans était 2,41 %, celui des billets du Trésor de trois à cinq ans 1,09 et celui des bons du Trésor à 273 jours 0,16 %. Les achats de titres par le système bancaire exercent donc une action plus directe et plus immédiate sur le loyer de l'argent à court terme que sur le rendement des valeurs à plus long terme.

L'action des achats de titres d'Etat sur le rendement des obligations autres que les fonds d'Etat se trouve être encore moins directe et immédiate. Tandis que les fonds d'Etat sont des valeurs de type uniforme et standardisé, jouissant souvent de certaines exemptions fiscales et représentant normalement une valeur de grande sécurité, les obligations émises par d'autres emprunteurs que l'Etat, en particulier les obligations industrielles, comportent des risques de perte touchant l'intérêt et le capital. L'écart qui existe entre le rendement des fonds

1. Cf. Société des Nations, *Monnaies et banques*, 1936-37, vol. I, p. 104 ; J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, p. 352 et R.C. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, p. 379.

d'Etat et des obligations industrielles s'explique donc par une prime couvrant les risques des placements industriels. En période de dépression où le risque est plus grand qu'en temps de reprise économique, la marge entre le rendement des obligations industrielles et des fonds d'Etat s'accroît, et inversement cet écart diminue en période de prospérité. Dans ces conditions, l'action des achats de fonds d'Etat par le système bancaire fait baisser le taux d'intérêt « pur » à long terme en se répercutant tout d'abord sur le rendement des fonds d'Etat ; elle ne s'exerce qu'avec un certain retard sur le rendement des obligations industrielles. En fait, au cours des récentes années, les cours des obligations industrielles ont suivi le mouvement de baisse du rendement des fonds d'Etat, consécutif aux achats de titres par le système bancaire, et l'écart entre le rendement de ces deux catégories de valeurs a considérablement diminué ¹.

Le problème que soulèvent les limites d'action des achats de titres sur les taux d'intérêt à court et à long terme revêt une importance considérable car il concerne la politique que devraient suivre les autorités monétaires pour supprimer ou atténuer les mouvements cycliques des affaires. Certains économistes estiment qu'il faut, pour compenser les fluctuations cycliques de l'économie, réglementer avant tout les immobilisations de capitaux dans l'appareil de production. Pour stimuler les investissements, il ne suffit donc pas de faire baisser le loyer de l'argent à court terme, mais il faut réduire le taux d'intérêt à long terme. Une opinion contraire qui s'oppose à ces théories est défendue par M. Hawtrey qui croit qu'il suffit, pour provoquer une reprise, de réduire le taux d'in-

1. Société des Nations, *op. cit.*, vol. I, p. 107.

térêt à court terme car la modification du taux d'intérêt agit selon lui sur le système économique, non parce qu'elle influe directement sur les immobilisations de capitaux, mais parce qu'elle exerce une action sur le coût des capitaux de roulement et en particulier sur la constitution des stocks de marchandises. L'expérience récente semble montrer cependant que la baisse du taux d'intérêt à court terme ne suffit pas à elle seule pour stimuler la demande de crédits devant servir à la constitution de nouveaux stocks et que le renouvellement des stocks dépend davantage du mouvement probable des prix. D'autre part, la baisse du taux d'intérêt des capitaux de roulement reste insuffisante comme stimulant pour la reprise des affaires tant que le taux d'intérêt à long terme ne diminue pas assez pour rendre rémunératrices de nouvelles immobilisations de capitaux.

3. Les effets sur les prix

Les billets de banque que l'institut d'émission met en circulation par les achats de titres, et la monnaie scripturale que les banques commerciales créent en utilisant l'accroissement de leur encaisse, dû aux opérations de la banque centrale sur le marché libre, sont des instruments monétaires que le système bancaire met à la disposition de l'économie nationale. L'argent qui entre ainsi en circulation, représente un pouvoir d'achat que les bénéficiaires du crédit bancaire utilisent pour payer les marchandises et les services. Il est en effet évident que ceux qui obtiennent ces crédits bancaires ne désirent pas accumuler des signes monétaires, mais qu'ils se

proposent d'acheter des biens ou de payer des services qu'ils ont l'intention d'employer en vue de la production. Quels effets aura donc sur les prix l'expansion monétaire ?

On cherche souvent des limites à l'application des mesures d'expansion monétaire dans la hausse des prix. « L'obstacle réel aux mesures d'expansion du crédit n'est pas la crainte qu'elles ne soient pas efficaces, mais la crainte qu'elles le soient », dit M. Hawtrey dans ses remarques sur la peur d'inflation considérée comme limite à une politique d'expansion par les achats de titres. Bref, on croit trop souvent que « les mesures d'inflation produisent leurs effets trop facilement »¹.

La thèse suivant laquelle les achats de titres par la banque d'émission provoquent nécessairement la hausse des prix mérite d'être sérieusement examinée. Elle soulève en particulier deux problèmes. Tout d'abord, il convient d'indiquer les raisons pour lesquelles on ne peut pas assimiler la politique du marché libre aux méthodes employées par certains Etats pour financer la conduite des hostilités pendant la grande guerre et les dépenses publiques après la guerre ; d'autre part, afin d'apprécier les effets d'une hausse des prix, consécutive à une politique d'expansion, il faut tenir compte des conditions économiques générales et examiner si, dans certaines circonstances, un relèvement des prix n'est pas désirable.

Tout d'abord, on ne peut pas assimiler la politique d'expansion par les achats de titres aux méthodes extraordinaires que certains pays ont appliquées, pendant la

1. *Trade Depression and the Way Out*, p. 142.

grande guerre et après la guerre, pour financer la conduite des hostilités et les autres dépenses de l'Etat. En effet, la politique du marché libre et les expédients d'inflation de guerre et d'après-guerre diffèrent à la fois par leur technique, par leurs effets sur le niveau des prix et par les conditions économiques et sociales de leur application.

Au cours de la guerre et de la période d'après-guerre, l'assistance financière que les banques d'émission ont fournie à l'Etat, a revêtu la forme d'escompte de bons du Trésor ou celle d'avances et prêts garantis par les bons du Trésor. En outre, les banques d'émission sont souvent venues à l'aide de l'Etat de manière indirecte en accordant des avances aux banques commerciales sur la garantie de papier d'Etat de diverses natures. Ces prêts des banques d'émission au Trésor, privé de toutes les ressources normales pour couvrir les dépenses de l'Etat, étaient effectués en un temps où le système fiscal et le marché monétaire étaient bouleversés et où l'Etat ne pouvait subsister qu'en émettant du papier-monnaie. Les achats et les ventes de titres par la banque centrale sont par contre un procédé ordinaire de politique monétaire que l'institut d'émission pratique au même titre que les changements du taux d'escompte¹.

Les effets de la politique d'expansion monétaire sur les prix sont différents de ceux produits par l'inflation

1. Cette distinction est impliquée déjà dans un mémoire ancien de la Société des Nations, écrit au cours de la période d'après-guerre (*Mémorandum sur les monnaies et les banques centrales*, 1913-25, vol. I, p. 98) : « Les créances des Banques de réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre sur l'Etat, provenant des valeurs qu'elles détiennent, n'ont point la même signification que dans la plupart des autres pays » (c'est-à-dire dans les pays dont la banque d'émission détenait des créances sur l'Etat dues à l'inflation de guerre et d'après-guerre).

de guerre et d'après-guerre. Les achats de titres par le système bancaire n'ont produit dans aucun pays une hausse des prix qui puisse présenter une ressemblance quelconque avec celle qui s'est produite dans certains pays après la guerre. Même dans les pays qui ont effectué une expansion du crédit sans précédent, la hausse des prix n'a pas revêtu des proportions qui pouvaient susciter des craintes d'inflation.

Le fait que l'expansion monétaire d'une ampleur et d'un rythme inconnus jusqu'alors n'a produit aucun mouvement violent de hausse des prix s'explique par le mécanisme du processus d'expansion. En effet, les conditions de la récente expansion monétaire et celles de l'inflation de guerre et d'après-guerre étaient essentiellement différentes. La multiplication des instruments monétaires pendant la guerre et après la guerre eut lieu à une époque où tous les facteurs de la production (la terre, le capital et la main-d'œuvre) étaient intégralement utilisés ; par contre, l'expansion monétaire depuis 1932 fut effectuée alors que les stocks de matières premières étaient très élevés, alors que l'outillage n'était que partiellement employé et que le chômage était général. Dans des conditions aussi différentes, l'accroissement des instruments monétaires ne pouvait pas avoir sur les prix des répercussions analogues. Tant que la capacité de production n'est pas intégralement utilisée, l'offre des facteurs de la production reste souple et les prix, malgré la possibilité d'un relèvement progressif, n'accusent aucune tendance violente à la hausse. « Quant à moi, estime le président d'une des cinq grandes banques de Londres M. Reginald McKenna, je ne croirai pas atteindre les limites de la restauration des affaires à l'intérieur,

tant qu'une réserve de labeur efficace sera sans emploi et qu'un large ensemble de besoins commerciaux demeurera sans satisfaction »¹. De même M. Keynes explique dans son dernier livre qu'« une augmentation de la quantité de monnaie ne produit aucun effet sur les prix tant que le chômage subsiste »². Par contre, à mesure qu'un nombre croissant de facteurs inactifs de la production trouvent un emploi, l'offre de facteurs de la production et de marchandises en général devient de plus en plus rigide et une expansion monétaire d'un rythme constant aboutit à une augmentation de plus en plus faible de la production et à une hausse toujours plus accentuée des prix³.

En second lieu, pour apprécier les effets d'une hausse des prix, consécutive à une politique d'expansion, il faut tenir compte des conditions économiques générales et en particulier des circonstances dans lesquelles un relèvement des prix peut être désirable. L'idée qu'il ne faut pas considérer comme un mal toute hausse des prix est généralement de plus en plus admise à l'heure actuelle. Certes, la stabilité des prix est préférable aux mouvements de hausse ou de baisse. Si l'économie nationale est adaptée à un certain niveau de prix, il convient de s'opposer à toute hausse des prix. Si cependant l'économie nationale ne se trouve pas dans un état d'équilibre, si une baisse des prix devient générale, si la capacité de production effectivement utilisée diminue sans cesse et si le chômage s'accroît chaque jour, il n'est guère possible

1. Cf. Léon Hennebicq, *La crise et les banquiers anglais*, dans la *Revue économique internationale*, mars 1935, p. 591.

2. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 295 ; cf. aussi p. 118. Voir de même R.F. Harrod, *The Trade Cycle*, p. 173 et suiv.

3. Cf. l'analyse du processus d'expansion et de contraction monétaires dans *Prosperité et dépression* de G. von Haberler, p. 216.

de considérer cette situation comme une condition permettant une reprise économique. Une hausse des prix devient alors désirable afin de rétablir la position d'équilibre. L'augmentation de la demande et la hausse des prix sont donc une condition essentielle de la reprise économique. « Prévenir le monde contre l'inflation est le prévenir contre la reprise économique » : c'est dans ces termes que M. Hawtrey a caractérisé la situation en 1933 dans son livre sur la dépression économique et la voie d'en sortir¹. Dans le système monétaire et le salariat actuels, l'on peut stimuler l'accroissement de la production de façon plus directe et de manière plus immédiate si l'on fait augmenter les revenus en monnaie que si l'on fait baisser les prix des marchandises et des services. « L'entrepreneur attache une plus grande importance à l'augmentation des profits en monnaie qu'à une baisse du « coût de la vie » pour lui même ou à une possibilité de diminuer les salaires en monnaie par suite de la réduction du coût de la vie des ouvriers »². Les ouvriers sont également plus sensibles à un accroissement des salaires en monnaie qu'à une baisse du coût de la vie.

Les limites que la politique du marché libre rencontre dans ses effets sur les prix ne sont donc pas absolument rigides tant que tous les facteurs de la production ne sont pas encore intégralement utilisés. Cette délimitation des effets des variations de la quantité d'instruments monétaires sur les prix est conforme à la théorie du revenu telle qu'elle a été exposée par le Professeur A. Aftalion dans son ouvrage *Monnaie, prix et change*. La valeur de la monnaie, ou plus exactement les estimations de la

1. *Trade Depression and the Way Out*, p. 142.

2. D.H. Robertson. *Banking Policy and the Price Level*, p. 26.

valeur de la monnaie, et les variations de cette valeur ne dépendent pas du montant total d'instruments monétaires en circulation, mais du total du revenu pour l'ensemble du payx. En règle générale, la valeur de la monnaie ne varie pas, tant que le revenu en monnaie s'accroît dans une même proportion que le revenu réel, c'est-à-dire la quantité de marchandises. Si le revenu en monnaie de la population s'accroît sans changement correspondant du côté des marchandises, les prix tendent à se relever et la valeur de la monnaie fléchit. « La progression du revenu en argent sans accroissement correspondant de la production a comme conséquence un relèvement des prix. Le montant de ce relèvement reste indéterminé, varie suivant les époques ou les lieux »¹.

La seule réserve qu'il faille apporter à cette délimitation des effets de la politique d'expansion monétaire sur les prix — et que la théorie du revenu apporte — tient aux répercussions que peuvent produire, sur sa situation interne, les relations économiques d'un pays avec le reste du monde. En particulier, il convient de tenir compte des effets que l'expansion monétaire interne est susceptible de produire sur les prix des marchandises d'exportation et d'importation et, d'une façon plus générale, sur la tournure de la balance des paiements.

1. *Op. cit.*, p. 175.

CONCLUSION

L'étude des opérations des banques d'émission sur le marché libre permet de tirer deux conclusions principales qui se rapportent à la théorie et à la politique monétaires.

Dans la théorie monétaire, la politique du marché libre soulève le problème du processus d'expansion et de contraction des instruments de paiement. L'examen de ce problème a été abordé dans la seconde partie de cet ouvrage. Il n'a cependant pas été possible d'approfondir l'étude théorique du processus d'expansion et de contraction monétaires car un tel examen nous aurait conduit en dehors du sujet de cette monographie consacrée à une méthode particulière de politique monétaire.

Par contre, nous avons essayé de présenter une description précise et complète des opérations sur le marché libre et une analyse systématique des principaux aspects de la nouvelle politique. Nous nous sommes efforcé d'étudier le développement des opérations des banques centrales, de dégager les principaux caractères de la politique du marché libre et de porter enfin un jugement sur les résultats et les limites des achats et des ventes de titres par les instituts d'émission. En outre, nous avons examiné incidemment les interventions des fonds de stabilisation des changes et des autres institutions semblables, essentiellement analogues aux opérations

des banques d'émission. A quelles conclusions sommes-nous arrivé au terme de cette enquête ?

Tout d'abord, l'étude du développement de la politique du marché libre montre que les achats et les ventes de titres, en particulier de fonds d'Etat, par les banques d'émission constituent une méthode de politique monétaire qui devient d'un usage de plus en plus général et fréquent. En effet, la politique du marché libre qui, avant 1931, n'était pratiquée qu'en Angleterre et aux Etats-Unis, a été introduite depuis lors dans neuf pays : les banques d'émission qui ont été autorisées à acheter et à vendre des titres, sont, par ordre chronologique, celle du Japon, d'Allemagne, du Canada, d'Argentine, de Pologne, de Nouvelle-Zélande, de Norvège, des Pays-Bas et de Belgique. En Suède, en France, en Suisse, en Tchécoslovaquie et en Australie, l'introduction de la politique du marché libre a été récemment préconisée par des hommes d'Etat, des banquiers et des économistes. D'autre part, depuis 1931, les banques ont eu fréquemment recours aux achats et aux ventes de titres sur le marché libre : en Angleterre, aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne et au Danemark la politique d'expansion monétaire a donné lieu à des achats de grande envergure sur le marché libre ; en Suède, en Australie et au Canada, les autorités monétaires ont pris des mesures analogues aux achats de titres afin de poursuivre une politique d'expansion ; le Fonds d'égalsation des changes britannique, le Fonds de stabilisation néerlandais et le Trésor public aux Etats-Unis(« compte inactif »), en Argentine et en Belgique ont pratiqué une politique de stabilité de la base interne du crédit, vendant des titres en contrepartie des capitaux qui affluaient de l'étranger et ache-

tant des titres pour parer aux sorties d'or ; les Fonds des rentes en Belgique et en France et le Fonds de crise au Danemark ont procédé aux achats et aux ventes de titres semblables aux opérations des banques d'émission.

Ce développement de la politique du marché libre suscite trois questions auxquelles nous nous sommes efforcé de répondre au quatrième et au cinquième chapitres : Quels buts les autorités monétaires ont-elles poursuivis en pratiquant les opérations sur le marché libre ? La conduite de ces opérations était-elle compatible avec les règles de l'étalon-or ? Comment se sont modifiés les rapports réciproques de la politique du marché libre et de la politique de l'escompte ?

Les buts de la politique du marché libre ont accusé de profonds changements. Avant la guerre, les opérations de la Banque d'Angleterre visaient à rendre effectif le taux officiel de l'escompte. Après la guerre, la Banque d'Angleterre et les Banques de réserve fédérale ont essayé de compenser par les achats et les ventes de titres les mouvements temporaires de capitaux à court terme. Depuis 1931, les autorités monétaires ont eu recours aux achats de titres pour procéder à une expansion monétaire, cherchant à fournir l'argent abondant et à bon marché à l'industrie et au commerce aussi bien qu'au Trésor public. L'abondance de l'argent et la baisse du taux d'intérêt ont alors été considérées comme une des conditions préalables d'une reprise économique. Au cours de ces dernières années, le Fonds d'égalisation des changes britannique, le Fonds de stabilisation néerlandais et le Trésor public aux Etats-Unis, en Argentine et en Belgique ont cherché à compenser, par des achats et des ventes de titres, les mouvements internationaux de capitaux afin de sauvegarder intacte la base interne du crédit.

Ces modifications du but de la politique du marché libre ont été étroitement liées à l'évolution récente de l'étalon-or. Sous le régime de l'étalon-or, le but et l'ampleur des opérations sur le marché libre dépendaient des règles que devait appliquer la banque d'émission pour prévenir les fluctuations du cours du change de la devise nationale au delà des points d'exportation et d'importation de l'or. En particulier, l'institut d'émission ne pouvait pas poursuivre, sur le marché monétaire interne, une politique susceptible de provoquer un exode de capitaux et une perte d'or. Dans ces conditions, l'emploi de la politique du marché libre se trouvait limité. Avant la guerre, la Banque d'Angleterre n'opérait que par des ventes de titres pour renforcer les effets du relèvement de son taux d'escompte; après la guerre, la Banque d'Angleterre et les Banques de réserve fédérale agissaient parfois temporairement dans un sens opposé aux mouvements d'or, achetant des titres lorsque leur encaisse diminuait, et les vendant lorsque le métal jaune affluait dans le pays. Après la chute de l'étalon-or en 1931, les opérations sur le marché libre ont été pratiquées à une échelle beaucoup plus vaste qu'autrefois et les banques d'émission, libérées des liens de l'étalon-or international, ont pu poursuivre, par des achats massifs de titres, une politique nationale d'expansion du crédit. Par ailleurs, les autorités monétaires dans certains pays ont neutralisé les mouvements de capitaux par des achats et des ventes de titres.

Cette évolution du système monétaire international a profondément modifié les rapports existant entre la politique du marché libre et la politique de l'escompte. A l'origine, les opérations sur le marché libre n'étaient

qu'un procédé auxiliaire de la politique de l'escompte, destiné à renforcer l'efficacité d'un relèvement du taux d'escompte. Depuis 1931, la politique du marché libre est devenue une méthode autonome d'administration de la monnaie et du crédit. Dans les dernières années, les taux d'escompte, ramenés à un niveau qui, dans certains pays, a atteint le point le plus bas enregistré jusqu'alors, sont demeurés stables (sauf dans les pays qui, jusqu'en septembre 1936, ont essayé de pratiquer la politique de l'escompte en vue de sauvegarder l'étalon-or); par contre, le portefeuille de titres de nombreuses banques d'émission s'est considérablement accru par suite des achats de fonds d'Etat de très grande envergure. Cette transformation de la politique du marché libre et de la politique de l'escompte dont nous avons étudié les principales causes, a fait ressortir les traits généraux de la nouvelle politique : celle-ci est nationale, visant à protéger la base interne du crédit contre les perturbations venant de l'étranger et à assurer l'abondance monétaire sur le marché intérieur ; elle est active, conférant à la banque d'émission l'initiative d'augmenter ou de diminuer, par les achats et les ventes de titres, les disponibilités des banques commerciales et le montant des billets en circulation ; elle est particulièrement bien adaptée aux conditions économiques, monétaires et financières actuelles car son action est rapide, ses répercussions psychologiques sur le monde d'affaires sont favorables et ses résultats sont matériellement différents de ceux que les banques d'émission peuvent obtenir par les variations du taux d'escompte.

L'étude du développement et des principaux caractères de la politique du marché libre nous a permis, dans

les deux derniers chapitres, de porter un jugement sur les résultats et les limites des achats et des ventes de titres effectués par les autorités monétaires. Il est difficile, certes, de déterminer avec précision le rôle qu'ont effectivement joué les opérations sur le marché libre dans la politique d'expansion du crédit depuis 1932. Malgré cela il est cependant possible de tirer de l'observation des faits certaines constatations qui, tout en étant provisoires et approximatives, n'en indiquent pas moins la voie où il faut chercher les résultats de la politique du marché libre. Nous avons constaté tout d'abord que, dans les pays dont le système bancaire a effectué des achats de titres de grande envergure à la suite des opérations de la banque d'émission, le crédit privé et public était abondant et à bon marché. Même dans les pays dont les finances publiques étaient déficitaires (Etats-Unis, Allemagne, Japon), l'accroissement du portefeuille de titres des banques a contribué à déprimer le taux d'intérêt malgré les émissions constantes du Trésor. Par contre, les principaux pays qui sont restés à l'écart de la baisse du loyer de l'argent (la France, les Pays-Bas, la Suisse) sont précisément les pays où le portefeuille de titres des banques a subi une forte diminution depuis 1931. En second lieu, les achats de titres par les banques d'émission et, sur une échelle plus vaste, par les banques commerciales ont fait monter les cours des titres et réduire leur rendement. Les Gouvernements ont pu ainsi convertir la dette publique et procéder aux émissions de nouveaux emprunts ; les sociétés industrielles et commerciales ont émis des actions et des obligations et elles ont réduit leur endettement à titre d'avances auprès des banques commerciales. En troisième lieu, l'abondance monétaire et le fléchisse-

ment du loyer de l'argent ont stimulé la reprise économique. Dans un premier groupe de pays où l'expansion monétaire a été principalement une conséquence de la politique bancaire, la reprise de la production a été due surtout à l'accroissement des investissements privés ; c'est ainsi qu'en Angleterre l'activité de l'industrie du bâtiment a exercé une puissante action sur la reprise de la production. Dans un second groupe de pays où l'expansion monétaire a été principalement une conséquence du financement des déficits budgétaires par l'emprunt, (Etats-Unis, Allemagne, Japon), la reprise a été stimulée par les commandes de l'Etat et des organismes publics.

L'action de la politique du marché libre se trouve cependant limitée en plusieurs manières. Nous avons examiné, au dernier chapitre, les principaux obstacles que rencontrent les opérations sur le marché libre dans leur action sur le volume du crédit, le taux d'intérêt et les prix. Nous avons constaté tout d'abord qu'il ne suffisait pas d'accroître les disponibilités des banques commerciales, mais qu'il fallait encore trouver des emprunteurs s'adressant à elles pour leur demander des prêts. Cette limite due à la défiance des milieux d'affaires qui hésitent à utiliser les crédits que les banques sont à même de leur fournir, ne nous a pas apparu pourtant comme un obstacle à l'expansion monétaire. En effet, cette limite tend à disparaître dès que le Gouvernement, suppléant à l'insuffisance de la demande privée du crédit par un accroissement de la demande publique, entreprend des grands travaux qu'il finance par l'emprunt. Lors de la dernière dépression économique, les Gouvernements, dans bien des pays, ont eu recours à l'exécution de travaux publics ; à l'heure actuelle, beau-

coup d'économistes et d'hommes d'Etat recommandent l'élaboration d'un programme de travaux publics qui devrait être mis en œuvre dès que l'on observerait les signes d'un ralentissement de l'activité économique. De même que l'action sur le volume du crédit, l'influence des achats de titres sur le taux d'intérêt ne se trouve pas limitée de manière rigide : malgré les écarts entre les taux d'intérêt à court terme et à long terme et entre le rendement des fonds d'Etat et des obligations industrielles, les achats de titres par le système bancaire parviennent à déprimer le loyer de l'argent de toutes les catégories de prêts. Les limites que rencontrent les achats de titres dans leurs effets sur les prix n'ont rien non plus de rigide. Malgré une expansion monétaire sans précédent, les achats de titres par le système bancaire depuis 1932 n'ont produit dans aucun pays une hausse de prix pouvant susciter des craintes d'inflation. Cette expérience confirme d'ailleurs les résultats des recherches théoriques sur les cycles économiques : tant que les facteurs de la production (la terre, le capital et la main-d'œuvre) ne sont pas intégralement utilisés, leur offre reste souple et les prix, malgré la possibilité d'un relèvement progressif, n'accusent aucune tendance violente à la hausse.

Cet aperçu de la politique du marché libre montre que les achats et les ventes de titres sont devenus un élément important des pouvoirs conférés aux banques d'émission. D'un moyen auxiliaire de la politique de l'escompte, les opérations sur le marché libre se sont transformées progressivement en une méthode autonome d'administration de la monnaie et du crédit. L'expérience récente a

confirmé l'importance que bien des économistes, banquiers et hommes d'État ont attribuée à cette nouvelle politique. L'ampleur des problèmes que soulèvent les opérations sur le marché libre dans la théorie et la politique monétaires justifient donc, croyons-nous, notre décision d'écrire une monographie sur un sujet qui n'avait été étudié le plus souvent que d'une manière incidente dans les traités généraux de la monnaie et du crédit.

Vu : le Président de la thèse,
Albert AFTALION.

Vu : le Doyen,
Edgard ALLIX.

Vu et permis d'imprimer :
le Recteur de l'Académie de Paris :
G. ROUSSY.

BIBLIOGRAPHIE

1. DOCUMENTS

- Committee on Finance and Industry : Report presented to Parliament by the Financial Secretary to the Treasury by Command of His Majesty ; Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry, 1931.
- Committee on Recent Economic Changes of the President's Conference on Unemployment (Herbert Hoover, Chairman) : Report, 1929.
- Monetary Committee (New Zealand) : Report, 1934.
- Royal Commission on Banking and Currency in Canada : Report, 1934.
- Royal Commission to Inquire into the Monetary and Banking Systems in Australia : Report, 1937.
- Rapports annuels des banques d'émission et de la Banque des règlements internationaux.

2. PÉRIODIQUES

Agence économique et financière.

Bank.

Banker.

Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique, (M.B.S. Chlepner, Contrôle du crédit, 10 décembre 1935 ; Arrêté royal du 23 juillet 1937, 10 septembre 1937).

Bulletin de statistique et de législation comparée (Loi du 2 février 1937 sur la prorogation et la modification des statuts de la Banque des Pays-Bas, février 1937).

Bulletin quotidien.

Economic Journal (Prof. Copland, « Some Problems of Australian Banking » décembre 1937).

Economist (Londres).

Federal Reserve Bulletin.

Information.

Monthly Review of the Barclays Bank.

Monthly Review of the Midland Bank.

Monthly Review of the Lloyds Bank (Norman Crump, « The development of Exchange Funds », janvier 1937).

Revue d'économie politique (M. Ansiaux, « Evolution du crédit et contrôle des banques », novembre-décembre 1934 ; Bertil Ohlin, « La politique économique de la Suède pendant la crise », mai 1936 ; R.J. Trupitil, « Les banques anglaises en 1936 », mars-avril 1937).

- Revue de Paris* (Ed. Giscard d'Estaing, « L'Open Market », 1^{er} février 1937).
- Revue économique internationale* (Léon Hennebicq, « La crise et les banquiers anglais », mars 1935 ; Karl Kraemer, « L'Etat de la politique du crédit en Allemagne depuis 1933 », octobre 1936 ; Reginald McKenna, « Les fonctions de la Banque d'Angleterre », mars 1934).
- Skandinaviska Kreditaktiebolaget's Quaterly Report*, (G. Cassel, « The Equalization of the Swedish budget », janvier 1936).
- Svenska Handelsbanken Index*, (Richard A. Lester, « Sweden's Experience with Managed Money », janvier 1937).
- Le Temps*.
- Times*.
- Weltwirtschaftliches Archiv*, (Mitsutaro Araki, « Kreditverfassung und Kreditpolitik im japanischen Industrialisierungsprozess », juillet 1937 ; Karl R. Bopp, « Die Politik des Deutschen Bank seit der Stabilisierung », novembre 1935).
- Wirtschaft und Statistik*.

3. LIVRES.

- AFTALION (A.). — *Monnaie, prix et change*, 1927 ; *Monnaie et industrie*, 1929 ; *L'or et sa distribution mondiale*, 1932 ; *L'équilibre dans les relations économiques internationales*, 1937.
- ANSIAUX (M.). — *L'inflation du crédit et la prévention des crises*, 1934.
- BRADEN (A.R.). — *Die Offene Marktpolitik*, 1935.
- BURGESS (W.R.). — *The Reserve Banks and the Money Market*, 1927 et 1936.
- CASSEL (G.). — *The Downfall of the Gold Standard*, 1936.
- Doctrines monétaires à l'épreuve des faits* (Conférences organisées par la Société des anciens élèves de l'Ecole libre des sciences politiques), 1932.
- DODWELL (D.W.). — *Treasuries and Central Banks*, 1934.
- Encyclopedia of Social Sciences*.
- GREGORY (T.E.). — *Gold, Unemployment and Capitalism*, 1933 ; *Select Statutes, Documents and Reports relating to British Banking, 1832-1928*, 1929.
- HABERLER (G. von). — *Prospérité et dépression*, 1937.
- HALL (N.F.). — *The Exchange Equalisation Account*, 1935.
- HARDY (O. Ch.). — *Credit Policy of the Federal Reserve System*, 1932.
- HARRIS (S.E.). — *Twenty Years of Federal Reserve Policy*, 1933.
- HARROD (R.F.). — *The Trade Cycle*, 1937.
- HAWTREY (R.G.). — *The Art of Central Banking*, 1932 ; *Trade Depression and the Way Out*, 1933 ; *Capital and Employment*, 1937.
- KEYNES (J.M.). — *A Tract on Monetary Reform*, 1923 ; *A Treatise on Money*, 1930 ; *The Means to Prosperity*, 1933 ; *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936.
- KISCH (C.H.), ELKIN (W.A.). — *Central Banks*, 1930.
- McKENNA (Reginald). — *Post-War Banking Policy*, 1928.

- RIST (Charles). — *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, 1933.
- ROBERTSON (D.H.). — *Banking Policy and the Price Level*, 1926.
- SAROW (Friedrich). — *Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung*, 1937.
- SAYERS (R.S.). — *Bank of England Operations, 1890-1914, 1936*.
- SIMIAND (François). — *Inflation et stabilisation alternées : le développement économique des Etats-Unis*, 1934.
- Société des Nations* : Rapports provisoires et définitif de la Délégation de l'or du Comité financier, 1930-1932 ; Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or du Comité financier, 1930 ; Mémoire sur les monnaies et les banques centrales, 1913-1925 ; Banques commerciales 1929-34, 1935 ; Monnaies et banques 1935-36 et 1936-37 ; Revue de la situation économique mondiale, 1934, 1935, 1936, 1937 ; Production mondiale et les prix, 1936-37 ; Annuaire statistique, 1936-37.
- STEHÉLIN (Jérôme). — *La politique d'escompte de la Banque d'Angleterre*, 1935.
- STRONG (Benjamin). — *Interpretations of Federal Reserve Policy in the Speeches and Writings of Benjamin Strong, Governor of the Federal Reserve Bank of New-York, 1914-1928* ; edited by W.R. Burgess, 1930.
- TRUPTIL (R.J.). — *British Banks and the London Money Market*, 1936.
- WAGEMANN (Ernst). — *Was ist Geld ?*, 1932 ; *Zwischenbilanz der Krisenpolitik*, 1935.
- World's Economic Crises and the Way of Escape*, (Sir A. Salter, Sir Josiah Stamp, J.M. Keynes), 1932.
- WILLIS (H. Parker). — *The Theory and Practice of Central Banking*, 1936.
- WITHERS (Hartley). — *Qu'est-ce que la monnaie ?* (trad. franç.), 1920.
-

INDEX ANALYTIQUE

- Allemagne: 121, 150, 153, 164, 170,
 180, 194, 201, 215, 219, 220, 225.
- Angleterre :
 Bilan de la Banque d'Angleterre :
 22
 Compensation des mouvements
 d'or : 15, 21, 32, 34, 164, 175,
 192
 Expansion monétaire : 20, 36,
 168, 180, 194, 199, 202, 215,
 219, 220, 222, 249
 Fonds d'égalisation des changes :
 23, 47, 181, 227
 Buts des opérations sur le mar-
 ché libre : 10, 15, 31, 159, 161,
 162, 164, 175, 186
 Origine et évolution de la poli-
 tique du marché libre : 8, 185
 Proportion d'encaisse des ban-
 ques commerciales : 37, 162,
 242
 Technique des opérations sur le
 marché libre : 22, 151, 153,
 156
 Argentine : 119, 152, 153, 163, 182,
 228
- Australie : 110, 152, 153, 193, 196
- Banques d'émission autorisées à
 pratiquer la politique du marché
 libre 1, 262
- Belgique : 135, 152, 153, 154, 163,
 198, 200, 228
- Buts de la politique du marché
 libre :
 Action sur le taux d'escompte :
 10, 21, 32, 62, 164, 186, 208,
 263
 Action sur le taux d'intérêt : 36,
 166, 208, 213
 Augmentation des bénéfices de
 la banque d'émission : 13,
 56, 93, 145, 158
 Compensation des mouvements
 d'or : 4, 6, 15, 21, 32, 34, 98,
 164, 173, 186, 263
- Expansion et contraction alter-
 nées du crédit : 55, 60, 101,
 158, 180, 226
 Expansion monétaire : 2, 5,
 20, 35, 60, 65, 94, 101, 165,
 179, 211, 263
 Maintien d'un volume stable du
 crédit : 34, 162, 227.
 Préparation des opérations du
 Trésor : 55, 161
 Restriction du crédit : 60, 101,
 158, 244
- Canada : 116, 152, 153, 196, 217
- Caractère national de la politique
 du marché libre : 204.
- Choix de titres pour les opérations
 sur le marché libre : 22, 54, 124,
 131, 133, 139, 150, 153
- Contrôle des changes : 179, 188
- Conversions 220, 235
- Danemark : 107, 152, 153, 216
- Définition de la politique du marché
 libre 149
- Dépôts bancaires (monnaie scrip-
 turale) : 10, 29, 37, 71, 81, 90,
 156, 195, 242
- Dette publique : Proportion de
 la — détenue par le système
 bancaire, 46, 64, 82, 125, 127,
 215
- Emission de billets de banque par
 voie d'opérations sur le marché
 libre 23, 71, 156
- Encaisse des banques commer-
 ciales : Action de la politique
 du marché libre sur l' — : 29, 37,
 90, 156, 162, 242
- Équilibre budgétaire : la politique
 du marché libre et l' — : 82, 101,
 125, 127, 170, 215
- Escompte, Voir : Politique de
 l'escompte
- Etalon-or, politique du marché
 libre et l' — : 17, 35, 165, 173,
 191, 264

Etats-Unis :

- Buts des opérations sur le marché libre : 56, 60, 159, 160, 162
- Compensation des mouvements d'or 79, 98, 177
- « Compte inactif » du Trésor : 98, 182, 228
- Déficits budgétaires : 83, 215
- Expansion monétaire : 60, 65, 94, 170, 180, 195, 200, 202, 215, 217, 219, 220, 224, 226, 249, 251
- Loi bancaire de 1935 86
- Opérations de réescompte : 53, 62, 241
- Origine et évolution de la politique du marché libre : 52, 187
- Principales opérations sur le marché libre : 55, 67, 94
- Réserves de garantie des banques affiliées 90, 243
- Technique des opérations sur le marché libre : 54, 86, 151, 153, 154, 157
- Evolution de la politique du marché libre 1, 9, 52, 101, 183.
- Expansion du crédit : 2, 5, 20, 35, 65, 94, 101, 158, 165, 179, 211, 231, 253
- Fonds de stabilisation des changes : 47, 98, 134, 165, 180, 227, 262
- Fonds des rentes : 137, 144, 163
- France : 3, 140, 195, 196, 200, 215
- Inflation, Danger d' — : 254
- Initiative des opérations sur le marché libre : 155, 190, 205
- Japon : 126, 152, 153, 154, 170, 180, 199, 215, 218, 219, 220, 225
- Limites de la politique du marché libre :
- Dans l'action sur le volume du crédit 219, 230, 267
- Dans les effets sur les prix : 253, 268
- Dans l'influence sur le taux d'intérêt : 208, 247, 268
- Défiance des emprunteurs : 167, 221, 231
- Degré d'autonomie monétaire : 174, 191
- Existence d'un portefeuille de titres 245
- Variations inverses des opérations de réescompte : 57, 241, 246

Limitation du montant de titres

- qu'une banque centrale est autorisée à acheter 152
- Méthode autonome de l'administration de la monnaie et du crédit : Politique du marché libre — 2, 22, 61, 183, 204
- Monnaie scripturale, Voir : Dépôts bancaires.
- Norvège 132, 152, 153
- Nouvelle-Zélande : 129, 152, 153, 154, 196
- Or, compensation des mouvements d' — : 3, 6, 15, 21, 32, 34, 79, 98, 164, 173, 186, 227, 245, 263
- Origine des opérations sur le marché libre 8, 52, 101, 183
- Pays-Bas : 132, 152, 153, 154, 160, 182, 195, 215, 227
- Politique de l'argent abondant et à bon marché : 20, 42, 59, 65, 94, 101, 165, 179, 211, 231
- Politique de l'escompte :
 - La politique du marché libre et la — : 10, 61, 164, 183, 264
 - Conception et pratique : 184
 - Evolution contemporaine : 189
 - Principales différences entre la politique du marché libre et la — 203
- Pologne 131, 152, 153
- Prix : Effets de la politique du marché libre sur les — 253
- Recommandations de pratiquer la politique du marché libre : 2, 106, 116, 117, 129, 135, 143, 144, 166, 178, 262
- Répercussions psychologiques des opérations sur le marché libre : 62, 208
- Restriction du crédit : 60, 92, 158, 244
- Résultats de la politique du marché libre : 44, 80, 101, 170, 206, 211, 234, 266
- Revenu : Théorie monétaire du — 258
- Royaume-Uni, Voir : Angleterre.
- Souscription directe de titres au Trésor par la banque d'émission : 88, 111, 127, 130, 154
- Spéculation : danger de — : 59, 68
- Suède 102, 152, 153, 194
- Suisse 144, 160, 215
- Taux d'escompte, Voir : Politique de l'escompte.

Taux d'intérêt :	
Action des opérations sur le	Technique des opérations sur le
marché libre sur le — : 36,	marché libre : 22, 54, 86, 111,
44, 80, 166, 208, 213, 235, 247	125, 127, 149, 203.
Ecart entre le taux d'intérêt à	Travaux publics 171, 238
court terme et à long terme	Trésor public : Opérations du —
250	 120, 137, 163
	Yougoslavie 146

INDEX DES NOMS PROPRES

- Aftalion (A.), 53, 63, 141, 258
Agence économique et financière : 145, 146
 Ansiaux (M.) 196, 197
 Araki (Mitsutaro) 127
 Bachman (M.) 145
Bank, (Die) 146
Banker 225
Banque des règlements internationaux 48, 100, 181, 228
 Baudhuin (Fernand) 137, 138
 Bopp (K.R.) 121
 Braden (A.R.) 121
 Burgess (Randolph) 244
 Caillaux (Joseph) 3
 Cassel (G.) 6, 105, 106
 Chamberlain (Neville) 5, 44
 Chlepner (M.B.S.) 136, 137
Committee on Finance and Industry. Voir Macmillan
Committee on Recent Economic Changes 61
 Copland (Prof.) 193
 Crump (Norman) 228
 Cunliffe 18, 185
Danemark (Le) 108
 Dodwell (D.W.) 161
 Eccles (Gouverneur) 89
Economist (The) : 14, 17, 47, 70, 119, 172, 200
Federal Reserve Board : 57, 60, 78, 79, 240
Federal Reserve Bulletin : 79, 88, 92, 93, 94, 95, 96
 Franck (Louis) 139
 Frère-Orban 198
 Giscard d'Estaing (Ed.) 142
 Gladstone 12
 Glass, sénateur 89
 Goodenough (Frederick Crenfurd) 29
 Goschen 185
 Gregory (T.E.) 12, 172
Interview with the Governor and deputy governor of the Bank of England 12
 Haberler (G. von) 257
 Hall (N.F.) 182
 Hardy (Charles O.) 162
 Harris (S.E.) : 68, 70, 75, 167, 178
 Harrod (R.F.) 257
 Harvey (Sir E.) 14
 Henderson (H.W.) 172
 Hennebicq (Léon) 257
 Hawtrey (R.G.) : 2, 14, 56, 68, 75, 166, 167, 168, 171, 177, 185, 233, 237, 238, 240, 242, 248, 251, 252, 254, 258
 Hoover (Herbert) : 61, 66, 83.
 Keynes (J.M.) : 3, 13, 17, 18, 31, 36, 62, 166, 167, 168, 170, 171, 172, 187, 196, 208, 240, 242, 243, 251, 257
 Kisch (C.H.) — Elkin (W.A.) : 159, 161, 206
 Kraemer (K.) 123
 Lester (R.A.) 105, 107
 Lindahl 106
Macmillan (Report of the Committee on Finance and Industry) : 4, 12, 14, 21, 25, 28, 29, 31, 166, 174, 178, 186, 191, 193, 207, 232, 233, 234, 249.
 Man (de) 139
 Mc Kenna (Reginald) : 29, 43, 256
Monetary Committee (Nouvelle-Zélande) 129, 193
 Nash (Walter) 130
 Ohlin (Bertil) 103, 106
 Palmer (J. Horsley) : 11, 14
 Pommery (L.) 176, 196
 Ricardo 185
 Rist (Charles) 20, 234, 241
 Robbins (Lionel) 172
 Robertson (D.H.) 258
 Rogers 75

Roosevelt (Président) : 66, 76, 172	105, 109, 114, 115, 135, 169,
<i>Royal Commission on Monetary</i>	181, 195, 199, 201, 202, 212,
<i>and Banking Systems in Aus-</i>	214, 215, 217, 219, 220, 224,
<i>tralia</i> : 111, 115, 116, 193.	226, 251, 252, 255.
<i>Royal Commission on Banking and</i>	<i>Statist</i> 12, 14, 125
<i>Currency in Canada</i> 117, 193	Stehelin (J.) 10
Salter (Sir Arthur) 172	Strakosch (Sir H.) 172
Sarow (Fr.) 123, 125	Strong (Benjamin) 62
Sayers (R.S.) : 13, 14, 15, 16, 17	<i>Temps</i> 142, 143
Société des Nations :	Took (Thomas) 185
Délégation de l'or du Comité	Truptil (R.J.) 46, 200
financier 3, 178	<i>U.S.A. National Monetary Com-</i>
<i>Mémoires sur les monnaies et</i>	<i>mission</i> 12, 14.
<i>les banques centrales. Banques</i>	Warn (de) 190
<i>commerciales. Monnaies et</i>	Weguelin 12
<i>banques. Revue de la situation</i>	Willis (H. Parker) 167, 187, 205
<i>économique mondiale, Bulletin</i>	<i>Wirtschaft und Statistik</i> 125
<i>mensuel de statistique</i> : 4, 46,	Withers (Hartley) 10, 11, 14, 15,
48, 49, 50, 51, 74, 82, 85, 100,	16, 21, 234

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	1

PREMIÈRE PARTIE

ORIGINE ET ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE DU MARCHÉ LIBRE

CHAPITRE PREMIER. — <i>La politique du marché libre en Angleterre</i> ...	9
1. L'origine et l'évolution de la politique du marché libre en Angleterre	9
2. La technique des opérations de la Banque d'Angleterre sur le marché libre	22
3. Les buts de la politique du marché libre en Angleterre	31
4. L'expansion monétaire après la crise financière de 1931	36
5. Les opérations du Fonds d'égalisation des changes	47
CHAPITRE II. — <i>Les opérations des Banques de réserve fédérale sur le marché libre</i>	52
1. La politique du marché libre jusqu'en octobre 1929	53
2. La politique du marché libre depuis 1930	65
3. La politique du marché libre après la loi bancaire de 1935	86
4. Les opérations du « compte inactif » du Trésor	98
CHAPITRE III. — <i>Aperçu de la politique du marché libre dans les autres pays</i>	101
1. Suède	102
2. Danemark	107
3. Australie	110
4. Canada	116
5. Argentine	119
6. Allemagne	121
7. Japon	126
8. Nouvelle Zélande	129
9. Pologne	131
10. Norvège	132
11. Pays-Bas	132
12. Belgique	135
13. France	140
14. Suisse	144
15. Yougoslavie	146

DEUXIÈME PARTIE

PRINCIPAUX ASPECTS DE LA POLITIQUE
DU MARCHÉ LIBRE

CHAPITRE IV. — <i>Les bases de la politique du marché libre</i>	149
1. La technique des opérations sur le marché libre	149
2. Les buts de la politique du marché libre	157
3. La politique du marché libre et l'étalon-or	173
CHAPITRE V. — <i>La politique du marché libre et la politique de l'escompte</i>	183
1. La conception et la pratique de la politique de l'escompte et de la politique du marché libre	184
2. Les causes de l'évolution contemporaine de la politique du marché libre	189
3. Les principales différences entre la politique de l'escompte et la politique du marché libre	203
CHAPITRE VI. — <i>Les résultats de la politique du marché libre</i>	210
1. Les résultats de la politique d'expansion	211
2. Les résultats de la politique d'expansion et de contraction alternées	226
3. Les résultats de la politique de stabilité de la base interne du crédit	227
CHAPITRE VII. — <i>Les limites de la politique du marché libre</i>	230
1. L'action sur le volume du crédit	230
2. L'influence sur le taux d'intérêt	247
3. Les effets sur les prix	253
CONCLUSION	261
BIBLIOGRAPHIE	271
INDEX ANALYTIQUE	275
INDEX DES NOMS PROPRES	279
TABLE DES MATIÈRES	281

Imp. F. BOISSEAU, Rue du Taur, 34 - TOULOUSE (France)

